STEVE KEEN

# ¿PODEMOS EVITAR OTRA CRISIS FINANCIERA?

Capitán Swing

STEVE KEEN

# ¿PODEMOS EVITAR OTRA CRISIS FINANCIERA?

Capitán Swing

# ¿PODEMOS EVITAR OTRA CRISIS FINANCIERA?

STEVE KEEN

Traducción de
**Francisco Herreros**

Capitán Swing

# Agradecimientos

Mi mayor deuda intelectual es con los ya fallecidos economistas heterodoxos Hyman Minsky, Richard Goodwin, Wynne Godley y John Blatt. También me he beneficiado de intercambios con muchos colegas académicos —especialmente Trond Andresen, Bob Ayres, Dirk Bezemer, Gael Giraud, David Graeber, Matheus Grasselli, Michael Hudson, Michael Kumhof, Marc Lavoie, Russell Standish y Devrim Yilmaz— y con el filántropo Richard Vague. Ha sido igualmente esencial para mi trabajo la financiación otorgada por el Institute for New Economic Thinking y por el público a través de Kickstarter.

Este libro no habría sido posible sin el trabajo exhaustivo de recopilación de datos de ámbito mundial sobre deuda privada y pública y precios de la vivienda llevado a cabo por el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés).[1] Esta recopilación de datos continúa una tradición de la que el BIS puede sentirse orgulloso: fue la única organización económica formal que advirtió sobre la Crisis Financiera Global de 2008 antes de que se produjera,[2] gracias al aprecio que su entonces director de investigación, Bill White, profesaba a la hipótesis de la inestabilidad financiera de Hyman Minsky (Minsky, 1972, 1977), en un momento en el que estaba más de moda ignorar a Minsky que citarlo.

■

[1] Véanse www.bis.org/statistics/totcredit.htm y www.bis.org/statistics/pp.htm (fuente: Fuentes Nacionales, base de datos del BIS sobre Precios de la Propiedad Residencial).

[2] Véase www.bis.org/publ/arpdf/ar2007e.htm.

# Prólogo a la

# edición española

Mientras escribo estas líneas, España se enfrenta a la segunda oleada de la COVID-19, y ocupa la séptima posición mundial en casos de COVID-19, muy por encima de la que le correspondería dada su población. Está sufriendo más de lo que le corresponde a manos de este nuevo coronavirus.

España también sufrió más de lo que le correspondía durante la Crisis Financiera Global (CFG). El gran peligro ahora es una combinación de ambas crisis, porque ni España ni el resto del mundo se habían recuperado realmente de la crisis financiera cuando comenzó la COVID-19.

La mayor parte de los ejemplos de mi libro están tomados de Estados Unidos, pero España es, por muchas razones, un ejemplo de libro de las fuerzas económicas que causaron la Crisis Financiera Global y de cómo el pensamiento económico convencional —epitomizado de forma dramática por los límites impuestos por la Unión Europea a la deuda y los déficits públicos— ayudó a provocar la crisis, y a empeorar su impacto.

Los datos sobre la crisis en España y las respuestas chapuceras que suscitó son tan obvios que el lector se preguntará por qué la tesis que defiendo en este libro —que las crisis económicas son causadas no por la deuda pública, sino por la deuda privada— no es ya parte del conocimiento común. El papel del euro en el desencadenamiento del boom de la deuda privada, y, como resultado de ello, en propiciar la crisis, es también muy obvio. Después de unos primeros emocionantes ocho años, el euro y su Pacto de Estabilidad y Crecimiento la habían conducido a la inestabilidad y al estancamiento.

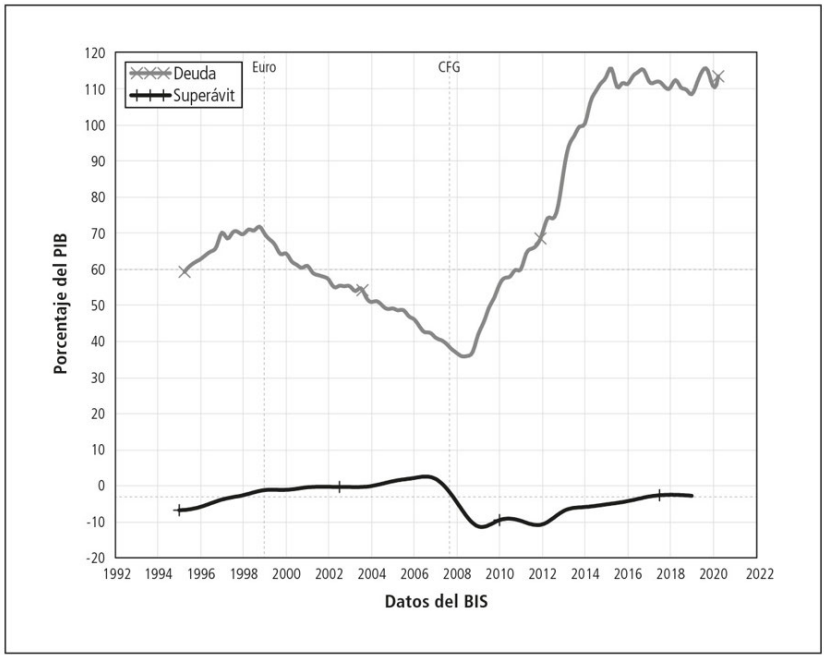


Figura 1

Deuda y déficit públicos en España

Se ha hablado mucho del éxito de España en el cumplimiento del objetivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de limitar la deuda pública a menos del 60 por ciento del PIB. La deuda pública era de un 70 por ciento del PIB cuando se adoptó el euro en 1999, y a mediados de 2008 había caído a un 35 por ciento. Fue casi el único país de la zona euro que cumplió y hasta sobrepasó los objetivos asociados al euro: una deuda pública de menos del 60 por ciento del PIB y un déficit menor del 3 por ciento del PIB. De hecho, sobrepasó ampliamente el objetivo de déficit, consiguiendo no ya un déficit pequeño, sino un superávit sustancial entre 2004 y la crisis, de hasta un 2,5 por ciento del PIB a mediados de 2006 (véase la figura 1).

Si las reglas del euro hubiesen tenido el efecto que se suponía que

debían tener, esto habría significado que España estaba menos expuesta a la crisis, y en todo caso bien preparada para enfrentarse a ella en el caso de que ocurriera. Al final, fue justamente lo contrario.

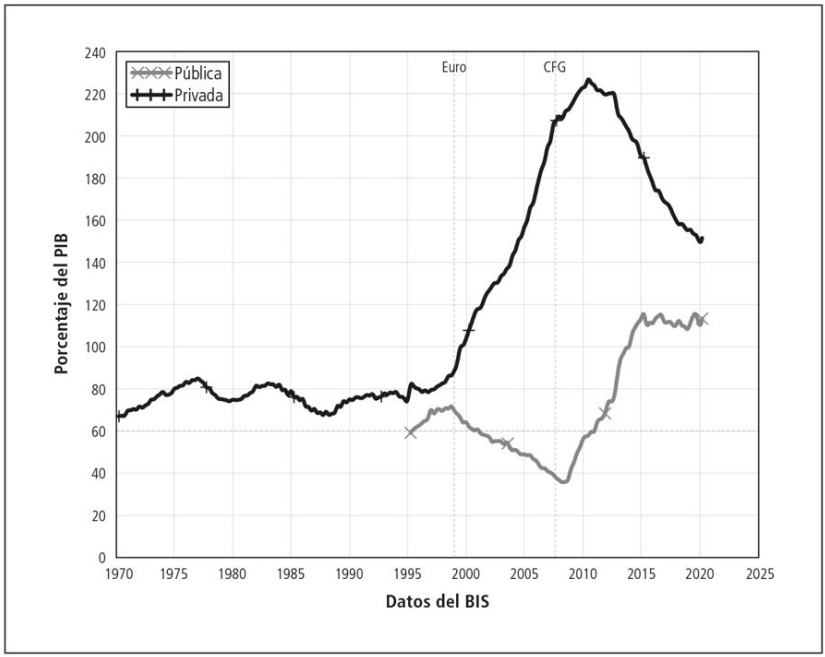


Figura 2

Nivel de la deuda en España

La razón de ello es muy evidente si echamos un vistazo a la figura 2: a la vez que España era elogiada por haber reducido a la mitad su deuda pública, la deuda privada casi se triplicó en el mismo lapso de tiempo —y eclipsó por completo a la deuda pública—. La deuda privada no había mostrado una tendencia antes de la introducción del euro: era del 67 por ciento del PIB en 1970, y había crecido hasta un 85 por ciento en 1977, pero desde entonces hasta la adopción del euro, no había crecido: seguía siendo un 85 por ciento del PIB en 1999.

Y, sin embargo, desde la introducción del euro hasta 2010, creció más rápidamente de lo que cayó la deuda pública: al mismo tiempo que la deuda pública caía al 35 por ciento del PIB, la deuda privada crecía un 140 por ciento.

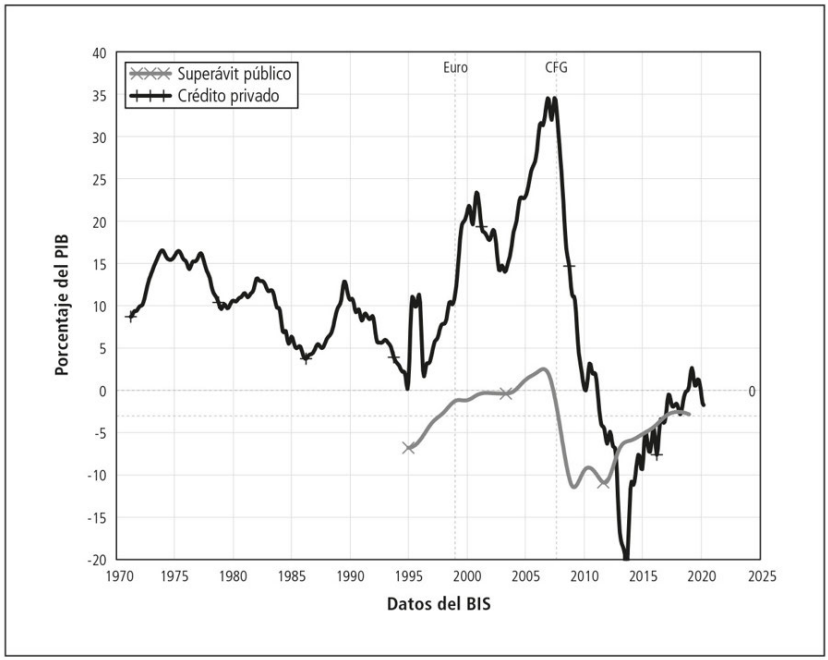


Figura 3

Superávit público y crédito privado en España

Como explico en este libro, la deuda privada impulsa el desempeño económico, porque el cambio en la deuda privada —a la que denomino crédito, siguiendo la terminología contable— es una fuente significativa, y de lejos la más volátil, de la demanda agregada. Es por ello la causa principal de que la economía esté en medio de un boom o caiga en la depresión. Y un boom alimentado por el crédito contiene las semillas de su propia destrucción, tal como explico en el libro.

Mientras que el sector público español hacía lo que, de acuerdo con la visión convencional, era lo correcto —reducir su deuda para «vivir dentro de sus posibilidades»— el sector privado español hacía justo lo contrario. Gastaba mucho más de lo que ingresaba, y cubría la diferencia por medio del crédito. Esto provocó un boom de la demanda agregada basado en el crédito, lo que, a su vez, era la causa principal de que el Gobierno pudiese conseguir un superávit anual de hasta un 2,5 por ciento del PIB. El Gobierno atribuyó erróneamente el robusto desempeño económico en el período 2000-2007 a ese superávit, pero el verdadero responsable del boom español era el crecimiento del crédito, de cero en 1995, a un 10 por ciento del PIB al comienzo del euro, y a un pico del 35 por ciento del PIB en 2008 —casi quince veces mayor que el superávit de las cuentas públicas—.

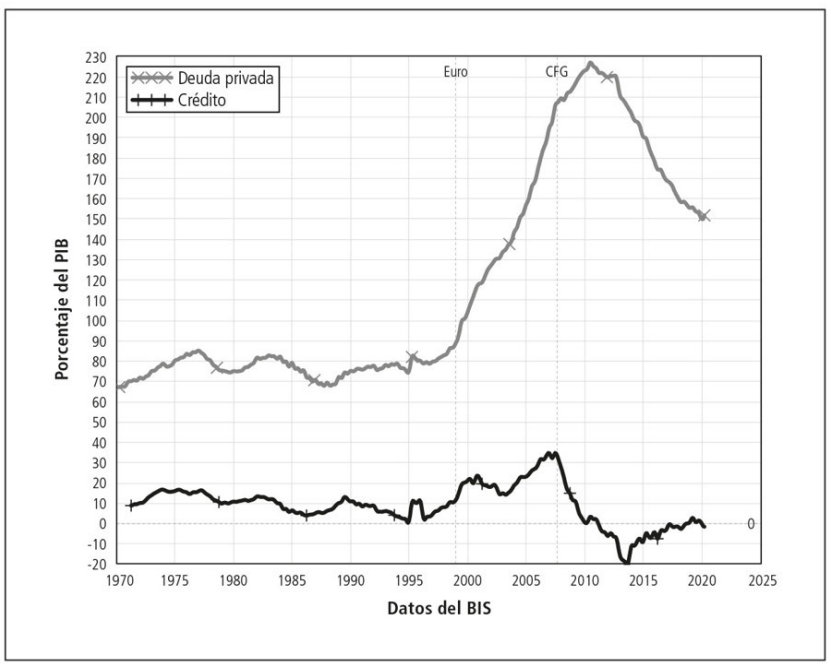


Figura 4

Deuda privada y crédito en España

Ese enorme estímulo a la demanda a base de deuda tenía un precio: un gran aumento de la deuda privada en España, del 80 por ciento del PIB cuando se adoptó el euro a un 210 por ciento cuando comenzó la crisis financiera (véase la figura 4).

Tanto las familias como el sector empresarial cayeron en la tentación de la burbuja de deuda —aunque el impacto del euro fue más marcado en los préstamos bancarios al sector empresarial que a las familias—. Las familias doblaron su nivel de deuda en el período que va desde la adopción del euro hasta la crisis, mientras que la deuda empresarial casi se triplicó.

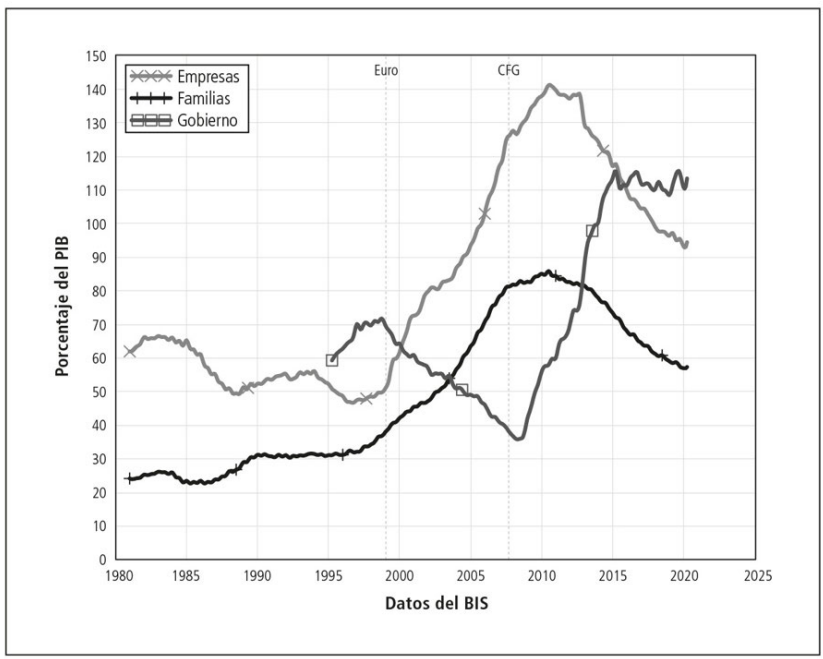


Figura 5

Deuda española por sector e

La crisis empezó cuando el crédito comenzó a caer —una pauta que se repetiría en todo el mundo, pero que fue extremadamente obvia

en el caso de España—. Cuando el crédito crece, el desempleo cae, y viceversa, tal como muestra la figura 6.

Y usted se preguntará: si la relación es tan robusta y tan obvia, ¿por qué el Gobierno no hizo nada al respecto?

En gran medida porque sus consejeros económicos, formados en la economía convencional, asumían un modelo bancario en el que el crédito no juega una parte importante en la macroeconomía. Ese modelo, conocido como de «fondos prestables», es técnicamente falso, tal como explicó el Banco de Inglaterra en 2014 (McLeay, 2014, n.º 5066). Una teoría falsa puede desempeñar el mismo papel que las anteojeras que se le ponen a un caballo: impedir que te fijes en los datos que la contradicen, como los de la figura 6. Esos datos muestran claramente que la teoría dominante está equivocada, pero los defensores de esta no prestaron atención a los datos antes de la CFG, y tampoco han alterado su modelo bancario desde entonces. Los libros de texto convencionales continúan enseñando el mismo modelo bancario falso, incluso después de haber sido advertidos —no solo por el Banco de Inglaterra, sino también por el Bundesbank (Deutsche Bundesbank, 2017, n.º 312)— de que es erróneo.

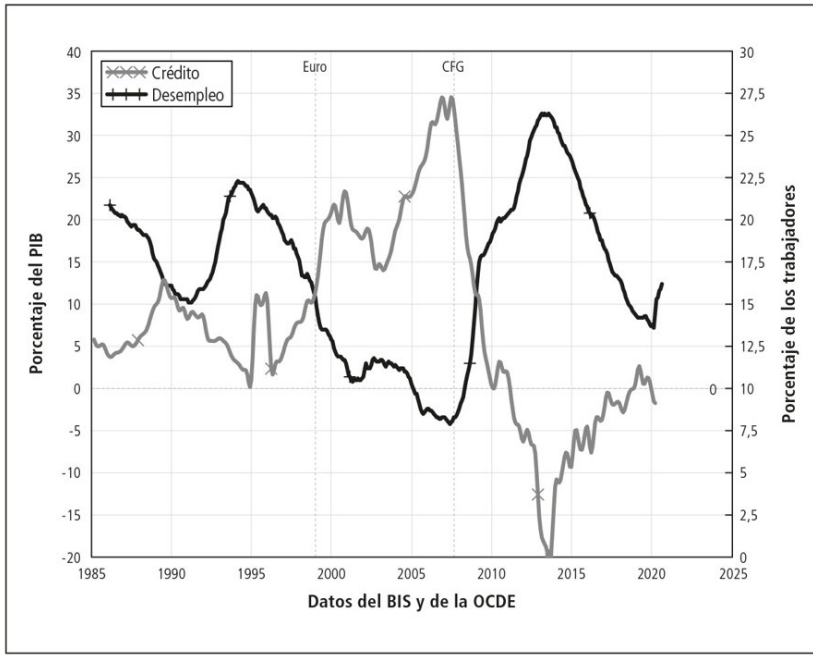


Figura 6

Crédito y desempleo en España

Lo que ni siquiera los pensadores que siguen las teorías convencionales pueden negar es que los préstamos bancarios generaron una burbuja del precio de la vivienda en España, que había estado cayendo antes del euro, pero creció dramáticamente bajo su influencia, doblándose en el período comprendido entre la adopción del euro y la crisis.

El vínculo entre la deuda de las familias y el precio de la vivienda no es obvio: en la figura 7, el índice de precios crece al igual que la deuda desde 1999 hasta la CFG, y cae junto con la deuda hasta 2014, pero desde entonces, el precio de la vivienda crece mientras que la deuda sigue cayendo. No obstante, como explico en este libro, el vínculo causal real es el que se produce entre el crédito a las familias y el cambio en el precio de la vivienda. Tal como muestra la figura 8, este vínculo se mantiene a lo largo de toda la

serie de datos, desde mucho antes de que se adoptase el euro hasta la actualidad.

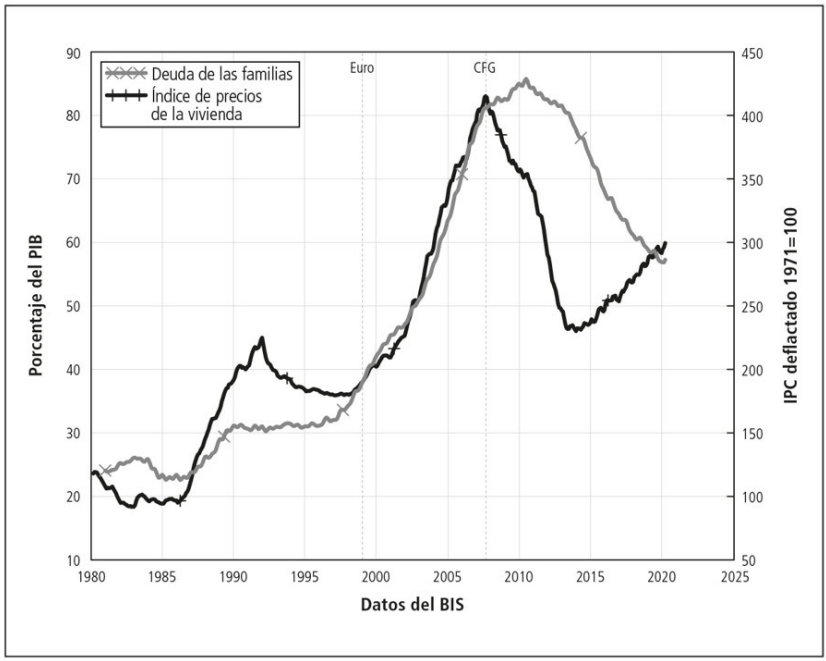


Figura 7

Deuda de las familias y precio de la vivienda en España

El boom económico español bajo el euro, con anterioridad a la CFG, fue provocado por una burbuja de deuda privada, la crisis fue causada por el estallido de esa burbuja, y los límites al gasto público impuestos por las reglas del euro hicieron que la caída fuese aún mayor. La economía solo se recuperó cuando finalizó el período de crédito negativo —que reduce la demanda agregada—. Pero ese período duró casi una década, y fue mucho más severo que en Estados Unidos, donde el nivel máximo de crédito negativo fue del 5,3 por ciento del PIB, frente a un 20 por ciento en España.

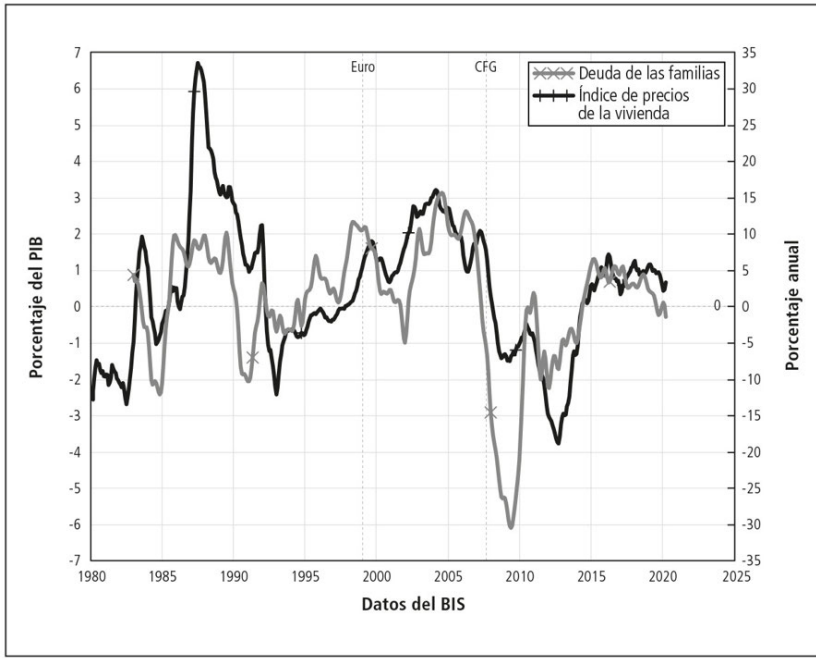


Figura 8

Cambios en el crédito a las familias y precio de la vivienda en España

La deuda privada era todavía demasiado elevada después de la crisis, de un 150 por ciento del PIB, frente a aproximadamente un 80 por ciento del PIB durante los treinta años anteriores. Eso por sí solo constituía un problema sin tener en cuenta la COVID-19. Con ella, las consecuencias financieras de la COVID-19 podrían ser tan grandes como sus consecuencias sanitarias. La crisis de la COVID-19 ha exacerbado enormemente el impacto del apalancamiento financiero. Los trabajadores despedidos no pueden pagar su alquiler o su hipoteca sin el apoyo del Gobierno, los caseros pierden el dinero que necesitan para pagar sus hipotecas, las empresas se ven abocadas a endeudarse a corto plazo, cuando pueden tener acceso a ese crédito, para compensar la caída de sus ingresos, y muchas han quebrado o lo harán, socavando así la viabilidad de los bancos que les prestan. Las políticas públicas han reducido el impacto hasta

cierto punto, pero la presión de los compromisos financieros pre-COVID-19 en un mundo pos-COVID-19 es una de las razones principales por las cuales ha habido tanta oposición política a las medidas de confinamiento aplicadas para contener la propagación del virus.

Teniendo en cuenta todo esto, una de las propuestas que hago en el libro es ahora más necesaria que nunca. Un «moderno jubileo de deuda» (véanse las páginas 105-106) podría aprovechar la capacidad ilimitada de crear dinero que tiene el Estado para reducir significativamente la deuda privada —incluso hasta un 100 por cien del PIB—. Pero un elemento esencial de esa política sería que el Gobierno cuente tanto con el Ministerio de Hacienda como con el Banco Central para crear conjuntamente ese dinero. Debido al euro, España no tiene eso —ni ningún otro Estado miembro de la zona euro—. Por ello, creo que, a menos que haya un cambio drástico no solo en las intenciones, sino en el pensamiento dominante en el Banco Central Europeo y en los niveles más altos de la política europea, el euro en particular —y la política económica europea en general— es un obstáculo para la gestión de las crisis gemelas de la deuda privada y la COVID-19.

# Lista de

# tablas y figuras

**A no ser que se indique lo contrario, todas las figuras y tablas han sido confeccionadas por el autor empleando datos a los que se puede acceder públicamente.**

Tabla 1: El ranking jerárquico de las ciencias de Anderson. Fuente: Anderson, 1972, p. 393.

Figura 1: El caos aparente en el modelo meteorológico de Lorenz. Fuente de los datos: Lorenz, 1963.

Figura 2: El modelo meteorológico de «mariposa» de Lorenz. Fuente: Lorenz, 1963.

Figura 3: Equilibrio con capitalistas menos optimistas. Basado en el modelo empírico del autor.

Figura 4: Crisis con capitalistas más optimistas. Basado en el modelo empírico del autor.

Figura 5: Aumento de la desigualdad causado por un aumento de la deuda. Basado en el modelo empírico del autor.

Figura 6: El crecimiento exponencial del ratio de la deuda con respecto al PIB hasta 2006. Fuente de los datos: Reserva Federal de Estados Unidos y Banco Central de Australia.

Figura 7: PIB y crédito en Estados Unidos. Fuente de los datos: BIS.

Figura 8: El cambio del nivel de deuda en Estados Unidos determina el nivel de desempleo. Fuente de los datos: BIS y la Oficina de

Estadísticas Laborales de Estados Unidos (BLS).

Figura 9: Índice de precios reales de la vivienda en Estados Unidos desde 1890. Fuente de los datos: Robert Shiller (www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm).

Figura 10: Aceleración de la deuda hipotecaria y cambio en el precio de la vivienda. Fuente de los datos: Reserva Federal de Estados Unidos y Robert Shiller.

Figura 11: El ratio de la deuda privada con respecto al PIB continúa creciendo exponencialmente en Australia. Fuente de los datos: BIS.

Figura 12: La Crisis Financiera Global rompe la tendencia exponencial en el ratio de la deuda privada con respecto al PIB en Estados Unidos. Fuente de los datos: BIS y Reserva Federal de Estados Unidos.

Figura 13: El precio de los activos japoneses se estrella cuando terminó la Economía de la Burbuja promovida por la deuda. Fuente de los datos: BIS, Banco de Japón y Yahoo Finance.

Figura 14: La pista del crédito en Japón. Fuente de los datos: BIS.

Figura 15: Niveles de deuda privada y tasas de crecimiento para los cinco años anteriores a la Crisis Financiera Global. Fuente de los datos: BIS.

Figura 16: Deuda privada en el Reino Unido desde 1880. Fuente de los datos: Banco de Inglaterra y BIS.

Figura 17: Niveles de deuda privada y tasas de crecimiento para los últimos cinco años. Fuente de los datos: BIS.

Figura 18: Crédito y PIB en China. Fuente de los datos: BIS.

Figura 19: Deuda privada y crédito en Estados Unidos desde 1834. Fuente de los datos: BIS.

**01**

# Del triunfalismo a la crisis en la ciencia económica

Hubo una época en la que la pregunta que plantea este libro habría sido acogida con carcajadas por parte de los economistas más importantes —y esa época no es muy lejana—. En diciembre de 2003, el premio Nobel Robert Lucas comenzó su ponencia presidencial en el congreso de la Asociación Americana de Economía con la triunfalista afirmación de que las crisis económicas del tipo de la Gran Recesión eran ahora imposibles:

La macroeconomía nació como un campo diferenciado de la ciencia económica en la década de 1940, como parte de la respuesta intelectual a la Gran Depresión. El término se refería entonces al conjunto de conocimientos y competencias que esperábamos que pudiesen evitar una repetición de ese desastre económico. Mi tesis en esta conferencia es que la macroeconomía, entendida en ese su sentido original, ha tenido éxito: su problema central, evitar una nueva recesión, ha sido, a todos los efectos, solucionado, y, de hecho, lo ha sido desde hace décadas. (Lucas, 2003, p. 1, la cursiva es mía).

Cuatro años más tarde, esa idea se vino abajo cuando primero Estados Unidos y después la economía global entraron en la crisis

más profunda y duradera desde la Gran Depresión. Casi una década después, la recuperación de esa crisis es, en el mejor de los casos, frágil. La cuestión de si podría ocurrir una nueva crisis financiera ya no puede desecharse con la misma ligereza.

Esa cuestión fue planteada por vez primera hace ya décadas por el entonces desconocido pero ahora famoso economista estadounidense heterodoxo Hyman Minsky. Dos décadas antes de que Lucas hiciese la declaración que acabamos de mencionar, Minsky afirmó que «el evento económico más significativo desde la Segunda Guerra Mundial es algo que no ha ocurrido: no ha habido una depresión profunda y duradera» (1982, p. ix).[3] Por el contrario, antes de la Segunda Guerra Mundial, «las recesiones serias se sucedían regularmente […] haber pasado más de treinta y cinco años sin una recesión severa y prolongada es un éxito impresionante». Para Minsky, esto significaba que las preguntas más importantes a las que se enfrentaba la economía eran:

¿Puede «eso» —una Gran Depresión— pasar de nuevo? Y si «eso» puede pasar, ¿por qué «eso» no se ha producido en los años transcurridos desde la Segunda Guerra Mundial? Estas preguntas se siguen de manera natural tanto del registro histórico como del éxito comparado de los últimos treinta y cinco años. (1982, p. xii).

La conclusión de Minsky era que las crisis en el capitalismo puro de libre mercado eran inevitables, porque, debido a su sistema financiero, el capitalismo «es inherentemente débil, siendo proclive a booms, crisis y depresiones»:

Esta inestabilidad, desde mi punto de vista, se debe a determinadas características que el sistema financiero debe poseer para ser consistente con el capitalismo desarrollado. Un sistema financiero tal será capaz de generar señales que induzcan un deseo creciente de invertir y de financiar esa creciente inversión. (Minsky, 1969, p. 224).

Minsky argumentaba que desde la Segunda Guerra Mundial no se había producido una crisis seria porque la economía de posguerra no era un sistema puro de libre mercado, sino más bien una economía mixta Estado-mercado donde el Estado era cinco veces mayor que antes de la Gran Depresión. Se había evitado la ocurrencia de una crisis porque el gasto por parte del «Gran Gobierno» durante las recesiones había evitado «el colapso de los beneficios que es una condición necesaria para una depresión larga y profunda» (Minsky, 1982, p. xiii).

Dado que Minsky alcanzó esta conclusión en 1982, y que la afirmación de Lucas de que el problema «de la prevención de las depresiones había sido solucionado […] hacía muchas décadas» es de 2003, podría pensarse que Lucas, al igual que Minsky, pensaba que el «Gran Gobierno» evitaba las recesiones, y que la crisis de 2008 había demostrado que realmente no era así.

¡Si todo fuera tan simple! En realidad, Lucas había alcanzado precisamente unas conclusiones opuestas a las de Minsky sobre la estabilidad del capitalismo y sobre cuáles eran las mejores políticas económicas, porque la pregunta que le preocupaba no era si: «¿Puede “eso” —una Gran Depresión— suceder otra vez?», sino otra bastante más esotérica: «¿Podemos derivar la teoría macroeconómica de la microeconomía?».

Desde que Keynes escribió La teoría general del empleo, el interés y el dinero (1936), los economistas han dividido su disciplina en dos partes: la «microeconomía», que se ocupa del comportamiento de consumidores y empresas; y la «macroeconomía», que se ocupa del comportamiento de la economía como un todo. La microeconomía siempre se ha basado en un modelo de consumidores cuyo objetivo es maximizar su utilidad, empresas que buscan maximizar sus beneficios, y un sistema de mercado que lograba el equilibrio entre estas dos fuerzas igualando oferta y demanda en cada mercado. Por su parte, la macroeconomía anterior a Lucas se basaba en una interpretación matemática del intento de Keynes de explicar por qué se produjo la Gran Depresión, y fue desarrollada no por Keynes, sino por su contemporáneo John Hicks.

Aunque el propio Hicks consideraba que su modelo IS-LM (inversión-ahorro y liquidez-dinero)[4] era compatible con la teoría microeconómica (Hicks, 1981, p. 153; 1937, pp. 141-142), Lucas no lo veía así, porque el modelo implicaba que el gasto público podría incrementar la demanda agregada durante las recesiones. Esto era inconsistente con la microeconomía estándar, que consideraba que los mercados funcionan mejor en ausencia de intervenciones públicas.

A partir de finales de la década de 1960, Lucas y sus colegas desarrollaron un enfoque de la macroeconomía que se derivaba directamente de la teoría microeconómica estándar, y al que denominaron «nueva macroeconomía clásica». Frente al modelo IS-LM, este nuevo enfoque afirmaba que si los consumidores y las empresas eran racionales —lo que, de acuerdo con Lucas y sus discípulos significaba (a) que los consumidores y las empresas modelizaban el impacto futuro de las políticas gubernamentales usando la teoría económica que habían desarrollado Lucas y sus colegas, y (b) que esta teoría predecía con precisión las consecuencias de esas políticas—, entonces el Gobierno sería incapaz de alterar la demanda agregada, porque, hiciese lo que hiciese, el público haría lo opuesto:

[…] no hay manera de que las autoridades tengan la opción de llevar a cabo políticas contracíclicas […] en virtud del supuesto de que las expectativas son racionales, no hay ninguna regla de retroalimentación que las autoridades puedan emplear que sea capaz de engañar al público sistemáticamente. (Sargent y Wallace, 1976, pp. 177-178).

A lo largo de las décadas siguientes, esta visión de una macroeconomía basada en supuestos «micro» en la cual el Gobierno era en gran medida impotente llevó al desarrollo de complicados modelos matemáticos de la economía, conocidos como modelos de «equilibrio general dinámico estocástico» (DSGE).[5]

Este proceso intelectual no fue ni pacífico ni apolítico. Los primeros

modelos, conocidos como modelos del «ciclo económico real» (RBC),[6] asumían que todos los mercados funcionaban a la perfección, y consideraban que todo desempleo era voluntario —incluida la tasa de desempleo del 25 por ciento de la Gran Depresión (Prescott, 1999; Cole y Ohanian, 2004)—. Esto era ir demasiado lejos para muchos economistas, por lo que se desarrolló lo que hoy se conoce como la fractura «agua dulce-agua salada» en el seno de la economía ortodoxa.

Los economistas de «agua salada», más progresistas políticamente (y que se autodenominaban «neokeynesianos»), añadieron a los modelos RBC desarrollados por sus rivales de «agua dulce» las «imperfecciones del mercado» —que también se derivaban de la teoría microeconómica estándar— para generar los modelos DSGE. Las imperfecciones de mercado introducidas en estos modelos suponían que si la economía modelizada se veía afectada por un shock, entonces «fricciones» debidas a esas imperfecciones ralentizarían la vuelta al equilibrio, lo que a su vez llevaría a un menor crecimiento y a desempleo involuntario.

Los modelos DSGE neokeynesianos pasaron a dominar la teoría y la política macroeconómica en todo el mundo, y hacia 2007 eran los modelos estrella de los tesoros y bancos centrales. Un modelo DSGE representativo (y, en su época, muy altamente valorado) de la economía de Estados Unidos incluía dos tipos de empresas (productores de bienes finales operando en un mercado «perfecto», y productores de bienes intermedios operando en uno «imperfecto»), un tipo de unidad familiar (una amalgama de trabajador-capitalista-operador de bonos que suministraba fuerza de trabajo a través de un sindicato, ganaba dividendos a través de los dos tipos de empresas y recibía intereses de bonos del Estado), un sindicato que establecía los salarios, y un sector público consistente en una autoridad fiscal que constreñía ingresos y emitía bonos, y en un banco central activista, que modificaba los tipos de interés en respuesta a desviaciones de la inflación y del crecimiento del PIB con respecto a objetivos previamente establecidos (Smets y Wouters, 2007).

Curiosamente, un Gobierno que pudiese influir en el empleo mediante la política fiscal, así como un sector financiero —y, de

hecho, el dinero mismo— estaban normalmente ausentes de los modelos DSGE. La mentalidad desarrollada en el seno de la profesión económica —y especialmente en los bancos centrales— era que esos factores podían ser ignorados por la macroeconomía. En cambio, si el Banco Central aplicaba los modelos DSGE como guía para sus políticas, y gracias a ello fijaba los tipos de interés en el nivel adecuado, tanto el crecimiento económico como la inflación alcanzarían los niveles deseados, y la economía alcanzaría un nirvana de pleno empleo y baja inflación.

Hasta mediados de 2007, este modelo económico parecía describir correctamente el mundo real. El desempleo, que había alcanzado un 11 por ciento en Estados Unidos durante la recesión de 1983, se elevó a solo un 8 por ciento en la recesión de comienzos de la década de 1990 y apenas a un 6 por ciento en la recesión de comienzos de la década de 2000. La tendencia clara a largo plazo era hacia un menor desempleo. La inflación, que había alcanzado casi un 15 por ciento en 1980, se quedó en algo más del 6 por ciento en 1991 y bajó del 4 por ciento a comienzos de la década de 2000: claramente estaba reduciéndose. Los economistas neokeynesianos creían que todo esto mostraba que su gestión de la economía estaba funcionando, y esto suponía una vindicación de su enfoque a los modelos económicos. Acuñaron el concepto «Gran Moderación» (Stock y Watson, 2002) para describir este período de máximos decrecientes en desempleo e inflación, y lo atribuyeron a su gestión de la economía. El antiguo presidente de la Reserva Federal Ben Bernanke era particularmente expresivo a la hora de felicitar a los economistas por este fenómeno:

Las recesiones se han vuelto menos frecuentes y más suaves, y la volatilidad intertrimestral en producción y empleo también ha disminuido significativamente. Las fuentes de la Gran Moderación siguen siendo un tanto controvertidas, pero como he argumentado en otra parte, hay evidencia de que una mejora en el control de la inflación ha contribuido de manera importante a este aplaudido cambio en la economía. (Bernanke, 2004, la cursiva es mía).

Empleando modelos DSGE, organismos económicos oficiales como la OCDE pronosticaron que 2008 sería un año extraordinario. A comienzos de 2007, el desempleo en Estados Unidos era del 4,5 por ciento (un nivel de boom económico), la inflación estaba justo en el objetivo del 2 por ciento de la Reserva Federal, y de acuerdo con la OCDE en junio de 2007, el futuro —tanto para Estados Unidos como para la economía mundial— era luminoso:

En sus «Perspectivas económicas» del pasado otoño, la OCDE adoptó el punto de vista según el cual la ralentización de Estados Unidos no suponía el inicio de un período de debilidad económica mundial, a diferencia, por ejemplo, de 2001. Más bien, se espera un reajuste suave, con Europa tomando el relevo de Estados Unidos como motor del crecimiento de los países de la OCDE.

Desarrollos recientes han confirmado ampliamente este pronóstico. De hecho, la actual situación económica es en muchos aspectos mejor de lo que hemos experimentado en años. Teniendo en cuenta esto, nos hemos reafirmado en el escenario del ajuste. Nuestro pronóstico central sigue siendo bastante benigno: un aterrizaje suave en Estados Unidos, una recuperación fuerte y sostenida en Europa, una trayectoria sólida en Japón y una actividad boyante en China y la India. En línea con las tendencias recientes, el crecimiento sostenido en las economías de la OCDE irá acompañado de una fuerte creación de empleo y de una caída del desempleo. (Cotis, 2007, la cursiva es mía).

Este pronóstico tan halagüeño estaba equivocado incluso antes de que se publicase. El desempleo en Estados Unidos tocó fondo en un 4,4 por ciento en marzo de 2007, y hacia diciembre de 2007 ya había subido hasta el 5 por ciento. Para entonces, los mercados financieros ya estaban agitados, pero, guiados por sus modelos DSGE, los economistas ortodoxos pensaron que el incremento del desempleo no era preocupante. En diciembre de 2007, David Stockton, director de la División de Investigación y Estadísticas de la Reserva Federal, aseguró a la autoridad responsable de fijar los tipos de interés, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC),[7]

que no habría recesión en 2008:

En términos generales, tenemos que admitir que nuestro pronóstico aún dibuja un panorama bastante benigno: a pesar de todas las turbulencias financieras, la economía evita la recesión e, incluso con unos precios crecientes de alimentos y energía y un menor tipo de cambio del dólar, hemos conseguido un modesto control de la inflación. (FOMC, 2007).

En marcado contraste con las predicciones de los modelos de la Reserva Federal, el desempleo creció más rápidamente en 2008 y 2009 que en cualquier otro período desde la Gran Depresión. La inflación alcanzó un máximo del 5 por ciento a mediados de 2008 por un breve período de tiempo, pero entonces hizo algo que no había hecho desde la guerra de Corea: pasó a ser negativa, alcanzando un menos 2 por ciento a mediados de 2009. Los mercados financieros generaban una crisis tras otra, y ya no podían ser ignorados por los economistas ortodoxos, a pesar de la ausencia del sector financiero en sus modelos.

Claramente, algo estaba fallando. La confianza con la que Lucas había desechado la posibilidad de una Gran Depresión apenas cuatro años antes se evaporó, y la respuesta de los economistas en puestos de autoridad fue lisa y llanamente caer en pánico. Arrojaron temporalmente por la ventana sus modelos económicos e inyectaron dinero público en la economía: no estaban dispuestos a dejar que el capitalismo colapsase mientras ellos estaban a cargo. Tal como afirmaba en sus memorias, On the Brink (Al borde), el entonces secretario del Tesoro Hank Paulson, a finales de 2008, los miembros de la Administración estadounidense habían concluido que, sin una acción decisiva por parte del Gobierno, el fin del capitalismo era inminente:

«Necesitamos comprar cientos de miles de millones de activos», dije. Era lo suficientemente inteligente para saber que no debía

pronunciar la palabra billón. Eso habría producido ataques cardiacos. «Necesitamos hacer un anuncio esta noche para calmar al mercado, y legislación la semana que viene», añadí.

Me preguntaron qué ocurriría si no conseguíamos lo que solicitábamos. «Que Dios nos ayude a todos», contesté. (Paulson, 2010, p. 261).

Nada de esto habría sorprendido a Hyman Minsky si hubiese vivido para verlo (murió en 1996), porque esta crisis, por muy inexplicable que fuera para los economistas ortodoxos, era una predicción central de su visión alternativa de la economía.

Minsky trabajó fuera de la ortodoxia económica porque siempre pensó que sus fundamentos eran poco sólidos. La base de la teoría ortodoxa era el enfoque neoclásico iniciado en la década de 1870 con Leon Walras, que intentó mostrar que un sistema de mercados no coordinados podría alcanzar lo que denominó «equilibrio general», con la oferta igualando a la demanda en todos los mercados. Él y otros padres fundadores de la actual economía ortodoxa se abstrajeron de muchas de las características principales del mundo real para hacer más sencillos sus modelos. Pero sin estas características, lo que Paul Samuelson denominó «síntesis neoclásica» no podía explicar la inestabilidad del capitalismo, que para Minsky era una característica obvia del mundo real:

El modelo abstracto de la síntesis neoclásica no puede generar estabilidad. Cuando se desarrolla la síntesis neoclásica, se asume que no existen los activos de capital, los acuerdos financieros centrados en torno a los bancos y a la creación de dinero, las constricciones impuestas por los pasivos, y los problemas asociados con el conocimiento sobre futuros inciertos. Para que economistas y políticos hagan mejor las cosas tenemos que abandonar la síntesis neoclásica. (Minsky, 1982, p. 5, la cursiva es mía).

Trabajando completamente al margen de la ortodoxia económica, y con su interés centrado en determinar si podría suceder una nueva Gran Depresión, el punto de partida de Minsky era una verdad sublime y profunda: para contestar a la pregunta de si otra crisis financiera es posible, necesitas un modelo económico que pueda generar una depresión: «Para responder a estas preguntas es necesario tener una teoría económica que haga de las grandes depresiones uno de los posibles estados en los cuales puede encontrarse nuestro tipo de economía capitalista» (Minsky, 1982, p. xi). Los modelos ortodoxos —especialmente los modelos DSGE— no podían hacer esto. Su estado por defecto era el equilibrio más que la crisis, se asumía que regresarían al equilibrio después de cualquier shock exógeno, y carecían de sector financiero. De manera que Minsky tuvo que desarrollar su propia teoría, a la que denominó «hipótesis de la inestabilidad financiera», y que le llevó a la conclusión de que el capitalismo «es inherentemente defectuoso».

Minsky reconocía de buen grado que la suya era una afirmación radical. «Las crisis financieras, domésticas e internacionales, han estado asociadas al capitalismo a lo largo de su historia», pero podrían haber sido accidentes históricos. De manera que el hecho de que hayan ocurrido «no prueba que sean inherentes al capitalismo: las crisis históricas podrían haberse debido a una combinación de ignorancia, error humano y atributos evitables del sistema financiero» (Minsky, 1969, p. 224). Minsky argumentó, por el contrario, que el capitalismo tiene una tendencia innata tanto a los ciclos como a las crisis. Su argumento se centró no en las muchas debilidades del capitalismo, sino en su fortaleza principal: el capitalismo favorece la asunción de riesgos y el optimismo, lo que a su vez lleva a innovaciones que transforman tanto la producción como la sociedad misma. Esta es una de las razones principales por las cuales el capitalismo ganó con facilidad la competición con el socialismo durante el siglo XX; aunque los soviéticos creían que, como dijo Jruschov, «os enterraremos», su modelo productivo «constreñido por el lado de la oferta» fue superado con facilidad en crecimiento y totalmente superado en innovación por el Occidente «constreñido por el lado de la demanda» (Kornai, 1979; Keen, 1995a).

No obstante, innovación y crecimiento crearon un entorno de

incertidumbre generalizada: dado que el propio proceso de innovación transforma el futuro, no hay capacidad para una anticipación racional de este. Como señaló Keynes, «nuestro conocimiento del futuro es fluctuante, vago e incierto […] no hay base científica sobre la que formar ningún cálculo de probabilidades. Simplemente no sabemos» (1937, p. 214). Dada esta realidad, «las visiones sobre el futuro del mundo se basan en especulaciones a partir del pasado», como dijo prosaicamente Minsky (1969, p. 227). Keynes, de manera bastante más evocadora, argumentó que uno de los mecanismos que adoptar para hacer frente a la incertidumbre generalizada es que:

Asumamos que el presente es una guía mucho más útil del futuro de lo que se derivaría de un examen sincero de hasta qué punto eso ha sido así en el pasado. En otras palabras, ignoramos en gran medida la posibilidad de cambios futuros sobre los cuales no sabemos nada. (Keynes, 1937, p. 214).

Esta extrapolación de las condiciones pasadas nos lleva, argumentaba Minsky, a comportarnos como un rebaño a la hora de decidir dónde invertir —y, de nuevo, Keynes lo expresó brillantemente: «Sabiendo que nuestro propio juicio no tiene ningún valor, nos esforzamos en basarnos en el juicio del resto del mundo, que, quizás, esté mejor informado» (1937, p. 214)—. Como resultado de todo ello, un período de crecimiento relativamente apacible tras una crisis lleva a los capitalistas a pasar del pesimismo ante el futuro a tener «expectativas eufóricas» a medida que el recuerdo de la crisis se desvanece. «De ello se sigue», afirmaba Minsky, que «la inestabilidad fundamental de una economía capitalista se incrementa. La tendencia a transformar un período de prosperidad en un boom especulativo constituye la inestabilidad básica de una economía capitalista» (1977b, p. 13).

Tal como argumentó el director de tesis de Minsky, Schumpeter (Schumpeter, 1928, 1934), esta inestabilidad llevaría a ciclos recurrentes, pero no a serios colapsos de la economía, si no fuera por otra característica inherente del capitalismo: la deuda privada.

Frente a la macroeconomía ortodoxa, que ignoraba la deuda privada (Eggertsson y Krugman, 2012, pp. 1470-1471), Minsky afirmaba que «la deuda es una característica esencial de una economía capitalista» (1977b, p. 10), porque la inversión deseada por encima de los ingresos netos se financia por medio de deuda (Fama y French 1999a, 1999b, 2002). Esto lleva a un proceso cíclico a medio plazo en el capitalismo que también causa una tendencia a largo plazo a acumular demasiada deuda privada a lo largo de varios ciclos.

Minsky, por tanto, argumentaba que tanto las tendencias cíclicas de la economía como la deuda privada tenían que jugar un papel central en la teoría macroeconómica:

El punto de partida natural para analizar la relación entre la deuda y los ingresos es una economía con un pasado cíclico que ahora vaya bien. La deuda heredada refleja la historia de la economía, lo que incluye un período en el pasado no muy lejano en el que la economía no iba tan bien. Una estructura de obligaciones aceptable se basa en un cierto margen de seguridad, de manera que los flujos de liquidez esperados, incluso en períodos en los que la economía no vaya bien, cubrirán los pagos contractuales de la deuda. A medida que el período de bonanza económica se alarga, hay dos cosas que pasan a ser evidentes para los consejos de dirección. Las deudas existentes son fácilmente validadas y unidades que están fuertemente endeudadas prosperan; el apalancamiento financiero vale la pena. (Minsky, 1977b, p. 10).

Un período apacible de crecimiento lleva por tanto a expectativas crecientes, y a una tendencia a incrementar el apalancamiento financiero. Tal como lo expresó Minsky en su frase más famosa: «La estabilidad —o la calma— en un mundo con un pasado cíclico e instituciones financieras capitalistas es desestabilizante» (1978, p. 10).

El boom lleva a la depresión por varias razones. El desarrollo de expectativas eufóricas lleva a financiar proyectos que están

condenados al fracaso, y a que los bancos acepten «estructuras de obligaciones —las suyas propias y las de sus prestatarios— que, en un clima de expectativas más sobrio, habrían rechazado», y estas inversiones fruto de la euforia acumulan pérdidas durante el boom. La demanda de financiación durante el boom encarece los tipos de interés del dinero, reduciendo la viabilidad financiera de muchas inversiones que en otro contexto serían conservadoras. Aquellos que invierten en bolsa podrían vender acciones en respuesta a una excesiva apreciación de los activos en el punto álgido de un boom, provocando como consecuencia un colapso del crédito (Minsky, 1982, pp. 122-124).

Otro factor que Minsky no tuvo en cuenta, pero que es una característica clave de una economía cíclica (Goodwin, 1967; Blatt, 1983, pp. 204-216), es que el boom alterará la distribución de los ingresos. A medida que la economía empieza a crecer gracias a una mayor inversión, el empleo aumenta, y hay una mayor demanda de materias primas. Esto empuja al alza los salarios y los precios de las mercancías. Dado que la inversión por encima de los ingresos netos se financia por medio de deuda, el ratio de la deuda también crece durante el boom, y como consecuencia también los costes del servicio de la deuda. Estos mayores precios de los salarios, materias primas e intereses suponen en última instancia que los beneficios que esperaban los capitalistas cuando comenzó el boom no se materializan. El creciente porcentaje de la producción que va a los trabajadores, a los productores de mercancías y a los banqueros deja menos beneficios de lo que los capitalistas esperaban. La inversión cae, la tasa de crecimiento de la economía flaquea y el boom da paso a la depresión.

La depresión transforma las expectativas eufóricas en expectativas deprimidas, y revierte las dinámicas de tipos de interés, precio de los activos y distribución de ingresos puestas en marcha por el boom. La demanda agregada cae, lo que lleva a una caída del empleo y a unos costes materiales y salariales decrecientes, pero, al mismo tiempo, menores flujos de liquidez tras la crisis suponen que el servicio de la deuda se queda lejos de lo que se había planeado inicialmente. Como consecuencia de ello, la recuperación de la crisis deja un saldo de deuda impagada, y el largo período de bajo nivel de empleo durante la crisis y la recuperación (tras una

explosión poco duradera de los niveles de empleo durante el boom) provoca que la tasa de inflación caiga.

El porcentaje de los beneficios sobre la producción vuelve en última instancia a un nivel que, de nuevo, permite poner en marcha otro período de expectativas eufóricas y alta inversión financiada a través de deuda, pero este período comienza con un ratio de deuda con respecto al PIB mayor que antes. También aumenta la desigualdad, dado que con un mayor nivel de deuda, el mayor porcentaje de los ingresos que va a los bancos deja un porcentaje menor para los trabajadores (y para los suministradores de materias primas).

El siguiente boom, por tanto, se inicia con un mayor ratio de deuda, y un menor nivel de inflación. Y así el siguiente, y el siguiente, hasta que finalmente el nivel de deuda es tal que unos tipos de interés y unos salarios decrecientes durante la crisis, unidos a un menor coste de las materias primas, ya no pueden compensar el impacto sobre los beneficios del servicio de la deuda. Sin una bancarrota, la deuda continuaría acumulándose eternamente, y no habría escapatoria. Con una bancarrota, la deuda se reduce, pero a costa de reducir igualmente la oferta monetaria, y, por tanto, de reducir la demanda. Los beneficios no se recuperan, la inversión se paraliza, y la economía —en ausencia de gasto público a gran escala — cae y permanece en una Gran Depresión.

El gasto público puede atenuar este proceso, de la misma manera que el aire acondicionado hace que las fluctuaciones de temperatura en una vivienda sean menores que estando al aire libre. En parte impulsado por el nivel de desempleo, el gasto público aumenta durante una crisis a medida que el desempleo aumenta. Los ingresos públicos, basados en impuestos sobre salarios y beneficios, caen. No obstante, y a diferencia de las empresas y las familias, el gasto público no está constreñido por los ingresos, dado que el Gobierno es la única institución social que «tiene su propio banco» —el Banco Central—. Puede gastar más de lo que recauda a través de impuestos, y la diferencia, en última instancia, es financiada a través de la potestad del Banco Central de crear dinero. El gasto público neto, por tanto, se mueve en la dirección opuesta a la de la economía, y proporciona a las empresas flujos de liquidez de los

que de otra manera carecerían, y con los cuales pueden pagar sus deudas.

No obstante, a lo largo de los últimos cuarenta años, la filosofía política neoliberal, que surgió a partir de la visión neoclásica del capitalismo, animó a los Gobiernos a limitar su gasto, y, de paso, a tolerar cada vez mayores niveles de desempleo —reduciendo en la práctica el efecto de «aire acondicionado» del gasto público—. Mientras continuaba el reinado de las políticas económicas neoliberales, y la reacción de los Gobiernos a períodos de alto desempleo se debilitaba, crecía la probabilidad de que una crisis de deuda privada pudiese generar una crisis económica importante. «Eso» podía, por tanto, ocurrir de nuevo.

La teoría de Minsky es convincente, pero fue ignorada por la economía ortodoxa, porque se negó a asumir los supuestos que, se insistía entonces, eran imprescindibles para hacer «buena» teoría económica. Una ilustración paradigmática de ello es el tratamiento que Bernanke da a Minsky en sus Essays on the Great Depression (Ensayos sobre la Gran Depresión). Este libro era una recopilación de artículos que permitía a Bernanke presentarse como un experto en la Gran Depresión —y por consiguiente la persona ideal para encabezar la Reserva Federal—. Un observador imparcial habría esperado que Bernanke hubiese tenido en cuenta todas las teorías más relevantes sobre la Gran Depresión, incluida la de Minsky. En lugar de ello, he aquí toda la atención dedicada por Bernanke a Minsky en ese libro:

Hyman Minsky (1977a) y Charles Kindleberger (1978) han argumentado en varios sitios que existe una inestabilidad inherente al sistema financiero, pero para ello se han separado del supuesto de comportamiento económico racional. —En una nota a pie de página añade—: No niego la posible importancia de la irracionalidad en la vida económica. No obstante, parece que la mejor estrategia de investigación es llevar el postulado de la racionalidad hasta sus últimas consecuencias. (Bernanke, 2000, p. 43).

La economía ortodoxa ha sido mucho menos displicente con Minsky desde la crisis, y se ha mostrado mucho menos convencida de que su enfoque de los modelos macroeconómicos basado en la microeconomía esté justificado. El influyente expresidente de la Reserva Federal de Minneapolis, Narayana Kocherlakota, comentó recientemente que, dado lo sorprendentes que han sido para los economistas ortodoxos los datos económicos de la última década, tendrán que reconocer que «simplemente, no tenemos una teoría exitosa y bien asentada de la macroeconomía»:

[…] la premisa de la modelización «seria» es que la investigación macroeconómica puede y debe basarse en un cuerpo de teoría establecido. Mi propio punto de vista es que, después de los datos altamente sorprendentes de los últimos diez años, esta premisa básica de la modelización «seria» está equivocada: simplemente no tenemos una teoría exitosa y bien asentada de la macroeconomía. Las decisiones tomadas hace veinticinco o cuarenta años —por varias y excelentes razones— no deberían considerarse escritas en piedra o incluso a bolígrafo. Al hacerlo, nos cerramos a posibles vías de comprensión de la macroeconomía. (Kocherlakota, 2016).

Un artículo reciente del economista jefe del Banco Mundial, Paul Romer, titulado «El problema de la macroeconomía», es aún más mordaz. Romer describe los modelos DSGE como tan poco realistas como para merecer el apodo de «posreales», considera que emplean «supuestos increíbles para alcanzar conclusiones desconcertantes» (2016, p. 1), y los satiriza como modelos impulsados por ficciones inobservables parecidas al «flogisto», la sustancia imaginaria que los químicos del siglo XVII empleaban para explicar la combustión antes del descubrimiento del oxígeno.

Pero la economía ortodoxa considera que es difícil imaginar una alternativa al desarrollo de los modelos macroeconómicos a partir de fundamentos microeconómicos. Olivier Blanchard, que fue director de investigación del Fondo Monetario Internacional y en su época un defensor a ultranza de los modelos DSGE, ha admitido al final que los modelos DSGE son seriamente defectuosos: «Se basan

en supuestos poco convincentes. No solo supuestos simplificadores, como debe hacer todo modelo, sino supuestos profundamente contrarios a lo que conocemos sobre consumidores y empresas». No obstante, y al mismo tiempo, Blanchard no puede imaginar ninguna forma de derivar modelos macroeconómicos excepto de fundamentos microeconómicos: «El objetivo de una teoría central macroeconómica analítica y ampliamente aceptada, sobre la cual discutir y extender conocimientos, puede ser un sueño inalcanzable, pero es un sueño que sin duda vale la pena seguir […]. Comenzar por microfundamentos explícitos es claramente esencial. ¿Dónde empezar si no?» (Blanchard, 2016).

Estoy plenamente de acuerdo con Blanchard en que se requiere «una teoría central macroeconómica analítica y ampliamente aceptada», y creo que se puede crear una. Pero su fundamento no está en la microeconomía, dado que, tal como probaron hace unos cuarenta años los principales economistas matemáticos, la macroeconomía no puede derivarse directamente de la microeconomía. Dado el nuevo y bienvenido énfasis en el realismo entre los principales macroeconomistas ortodoxos, ya es hora de que se tomen en serio esa demostración (conocida como el teorema Sonnenschein-Mantel-Debreu). Por muy intuitivamente razonable que pareciese el concepto de microfundamentos, es simplemente imposible.

■

[3] Esta colección de artículos relativamente cortos es de lejos la mejor introducción al trabajo de Minsky.

[4] Por sus siglas en inglés, Investment-Savings and Liquidity-Money. (N. del T.).

[5] Por sus siglas en inglés, Dynamic Stochastic General Equilibrium. (N. del T.).

[6] Por sus siglas en inglés, Real Business Cycle. (N. del T.).

[7] Por sus siglas en inglés, Federal Open Market Committee. (N. del T.).

**02**

# La microeconomía, la macroeconomía y la complejidad

Desde 1976, Robert Lucas —aquel que afirmaba con suma confianza que «el problema de la prevención de las depresiones había sido solucionado»— ha dominado el desarrollo de la economía ortodoxa con la premisa de que una buena teoría macroeconómica solo podría desarrollarse a partir de fundamentos microeconómicos. Al afirmar que «la estructura de un modelo econométrico consiste en reglas de decisión óptimas por parte de los agentes económicos» (1976, p. 13), Lucas insistía en que para que un modelo macroeconómico fuese válido, debía derivarse de la teoría microeconómica del comportamiento de consumidores maximizadores de utilidad y empresas maximizadoras de beneficios.

De hecho, el precepto metodológico de Lucas —que los fenómenos a nivel macro pueden y deben derivarse de fundamentos a nivel micro— había sido invalidado antes de que lo formulase. Ya en 1953 (Gorman, 1953), los economistas matemáticos plantearon la cuestión de si lo que la teoría microeconómica predecía acerca del comportamiento de un consumidor aislado se podía aplicar al nivel del mercado. Concluyeron, a regañadientes, que no:

[…] las funciones de demanda de mercado no necesitan satisfacer en modo alguno las restricciones clásicas que caracterizan las

funciones de demanda del consumidor […]. La importancia del resultado planteado más arriba es clara: se necesitan fuertes restricciones para justificar la hipótesis de que una función de demanda de mercado tiene las características de una función de demanda del consumidor. Solo en casos especiales puede esperarse que una economía actúe como un «consumidor idealizado». La hipótesis de la utilidad no nos dice nada de la demanda de mercado a menos que se complemente con requisitos adicionales. (Shafer y Sonnenschein, 1993, pp. 671-672).

Lo que mostraban era que si se consideran dos o más consumidores con diferentes gustos y fuentes de ingresos, que consumen dos o más bienes y cuyos niveles de consumo relativos cambian a medida que sus ingresos aumentan (porque algunos bienes son de lujo y otros de primera necesidad), entonces las curvas de demanda resultantes podrían tener casi cualquier forma.[8] No tenían que tener una pendiente negativa, como afirmaban los libros de texto de economía.

Esto no significa que la demanda de una mercancía real en una economía real caiga, en lugar de aumentar, si su precio cae. Significa más bien que esta regularidad empírica se debe a características omitidas en el modelo de comportamiento de un único consumidor. La candidata obvia a característica omitida clave es la distribución de los ingresos entre consumidores, que cambia cuando cambian los precios.

La razón de que la agregación de curvas de demanda individuales con pendientes negativas resulte en una curva de demanda de mercado que puede adoptar cualquier forma es fácil de comprender, pero —para aquellos formados en la tradición ortodoxa— muy difícil de aceptar. La curva de demanda individual se deriva del supuesto de que los precios relativos pueden cambiar sin afectar a los ingresos del consumidor. Este supuesto no se sostiene cuando se considera a la sociedad en su conjunto —algo necesario cuando hay que agregar la demanda individual para derivar la curva de demanda de mercado— porque un cambio en los precios relativos cambiará también los ingresos relativos.

Dado que los cambios en los precios relativos cambian la distribución de ingresos, y por consiguiente la distribución de la demanda entre los diferentes mercados, la demanda de un bien podría caer cuando cae su precio, porque la caída del precio reduce los ingresos de los consumidores más de lo que unos precios relativamente menores impulsan la demanda (ofrezco una ilustración sencilla de este proceso en Keen, 2011, en las páginas 51-53).

Una reacción sensata a este descubrimiento es que las funciones de demanda individuales solo pueden ser agregadas si un cambio de los precios relativos no cambia sustancialmente la distribución agregada de ingresos. Esto es válido si se incluyen a todos los asalariados en un grupo denominado «Trabajadores», a todos los perceptores de beneficios en un grupo denominado «Capitalistas», y a todos los rentistas en un grupo denominado «Banqueros» —o, en otras palabras, si el punto de partida del análisis son las clases sociales—. Alan Kirman propuso precisamente esto hace casi tres décadas:

Si queremos avanzar es muy posible que nos veamos obligados a teorizar en términos de grupos que tienen un comportamiento colectivo coherente. Si las funciones de demanda y de gasto tienen que ser definidas con algo de realismo, deben serlo a un nivel de agregación razonablemente alto. Es muy probable que tengamos que abandonar la idea de que debemos empezar al nivel del individuo aislado. (Kirman, 1989, p. 138).

Desgraciadamente, la reacción de la economía ortodoxa fue menos ilustrada: en lugar de aceptar este descubrimiento, buscaron condiciones bajo las cuales pudiese ser ignorado. Estas condiciones son absurdas: suponen asumir que todos los individuos y todas las mercancías son idénticos. Pero el deseo de mantener la metodología ortodoxa de construcción de modelos a nivel macro a partir de la extrapolación de modelos a nivel micro triunfó frente al realismo.

El primer economista que desarrolló esta metodología, William

Gorman, argumentó que era «intuitivamente razonable» asumir lo que de hecho es un supuesto absurdo, a saber, que cambiar la distribución de los ingresos no altera el consumo: «La condición necesaria y suficiente citada más arriba es intuitivamente razonable. Dice, en efecto, que una unidad extra de poder de compra debería gastarse de la misma manera con independencia de a quién se conceda» (Gorman, 1953, pp. 63-64, la cursiva es mía). Paul Samuelson, que probablemente hizo más por la economía neoclásica que ningún otro economista del siglo XX, reconoció que unas curvas individuales de demanda no relacionadas entre sí no podían ser agregadas para generar curvas de demanda de mercado que se comportasen como si fueran curvas individuales. Pero después afirmó que podría generarse una «función de bienestar social ordinal familiar, dado que la sangre es más espesa que el agua»: se podría asumir que los miembros de una familia redistribuyen los ingresos entre ellos, «de tal manera que mantienen igual el "significado social marginal de cada dólar"» (Samuelson, 1956, pp. 10-11, la cursiva es mía). Después extendió alegremente esta visión de la familia feliz a toda la sociedad: «El mismo argumento se aplicará a toda la sociedad si se puede asumir que la reasignación óptima de los ingresos mantenga igual el valor ético del dólar marginal de cada individuo» (1956, p. 21, la cursiva es mía).

Los libros de texto con los que los economistas ortodoxos aprenden su profesión blindan a los estudiantes contra lo absurdo de estas respuestas, y los llevan a construir racionalizaciones inanes a la hora de desarrollar lo que consideran que son modelos microeconómicos válidos de la macroeconomía, basados en la ficción de «un consumidor representativo». El libro de texto ortodoxo avanzado de Hal Varian Análisis microeconómico (publicado por vez primera en 1978) asegura a los estudiantes de máster y de doctorado que esta forma de proceder es válida: «Es a menudo conveniente pensar en la demanda agregada como la demanda de algún "consumidor representativo" […]. Las condiciones bajo las cuales puede realizarse esta asunción son bastante restrictivas, pero una discusión de esta cuestión va más allá del alcance de este libro» (Varian, 1984, p. 268). Igualmente, presenta como algo razonable la intuitivamente ridícula racionalización de Gorman:

Supóngase que todas las funciones de utilidad indirectas individuales adoptan la forma de Gorman […] [en la que] […] la propensión marginal a consumir el bien j es independiente del nivel de ingresos de cualquier consumidor y también constante entre consumidores […]. Esta función de demanda puede de hecho ser generada por un consumidor representativo. (Varian, 1992, pp. 153-154, la cursiva es mía. Curiosamente el término inocuo «generada» en esta edición reemplazó al más controvertido «racionalizada» de la edición de 1984).

No es muy sorprendente que, décadas después, los modelos macroeconómicos, trabajosamente derivados de fundamentos microeconómicos —en la falsa creencia de que era legítimo elevar al individuo al nivel de la sociedad, y de esta manera ignorar la distribución de los ingresos— no pudiesen prever el mayor evento económico desde la Gran Depresión.

De manera que la macroeconomía no puede derivarse de la microeconomía. Pero esto no significa que «el objetivo de una teoría central macroeconómica analítica y ampliamente aceptada, sobre la cual discutir y extender conocimientos, puede ser un sueño inalcanzable», como dijo Blanchard. Hay una forma de derivar modelos macroeconómicos de fundamentos aceptados por todos los economistas. Pero para ello, los economistas deben abrazar un concepto que hasta el momento la economía ortodoxa ha evitado: la complejidad.

El descubrimiento de que fenómenos de orden superior no pueden ser extrapolados directamente de sistemas de orden inferior es un lugar común en las disciplinas genuinamente científicas: es conocido como el problema de la «emergencia» en sistemas complejos (Nicolis y Prigogine, 1971; Ramos-Martin, 2003). Las características dominantes de un sistema complejo provienen de la interacción entre sus unidades, no de las propiedades de una sola unidad considerada de forma aislada.

Mi ejemplo favorito para ilustrar lo anterior es el comportamiento

del agua. Si uno tuviese que derivar el comportamiento macroscópico de principios microscópicos, entonces los meteorólogos tendrían que derivar las innumerables propiedades del clima de las características de una sola molécula de H2O. Esto implicaría demostrar cómo, bajo condiciones apropiadas, una «molécula de agua» se podría convertir en una «molécula de hielo», una «molécula de vapor» o —esta es mi favorita— una «molécula de copo de nieve». De hecho, las maravillosas propiedades del agua se dan, no debido a las propiedades de las moléculas individuales de H2O, sino a la interacción de muchas (e idénticas) moléculas de H2O.

La falacia que supone la creencia de que fenómenos de nivel superior (como la macroeconomía) pueden ser derivados de fenómenos de nivel inferior (como la microeconomía) fue señalada claramente en 1972 —una vez más, antes de los trabajos de Lucas— por el nobel de Física Philip Anderson:

La principal falacia de este tipo de pensamiento es que la hipótesis reduccionista no implica en absoluto una hipótesis «constructivista»: el hecho de que podamos reducir todo a leyes fundamentales simples no implica que podamos comenzar a partir de esas leyes y reconstruir el universo. (Anderson, 1972, p. 393, la cursiva es mía).

Anderson rechazó específicamente el enfoque de extrapolación de lo «micro» a lo «macro» en el campo de la física. Si este rechazo se aplica al comportamiento de partículas fundamentales, ¿no se aplicará con más razón al comportamiento de la gente?

Resulta de todo esto que el comportamiento de agregados grandes y complejos de partículas elementales no se puede comprender en términos de una simple extrapolación de las propiedades de unas pocas partículas. En lugar de ello, en cada nivel de complejidad aparecen propiedades enteramente nuevas, y la comprensión del nuevo comportamiento requiere una investigación que considero de

naturaleza tan fundamental como cualquier otra. (Anderson, 1972, p. 393).

Anderson estaba dispuesto a aceptar que había una jerarquía en la ciencia, de manera que «se pueden ordenar las ciencias en una jerarquía aproximadamente lineal, de acuerdo con la idea siguiente: "Las unidades elementales de la ciencia X obedecen a las leyes de la ciencia Y"» (véase la tabla 1). Pero rechazaba la idea de que cualquier ciencia de la columna X pudiese ser tratada simplemente como la versión aplicada de la ciencia relevante de la columna Y:

Pero esta jerarquía no implica que la ciencia X sea «simplemente la ciencia Y aplicada». En cada estadio son necesarias leyes, conceptos y generalizaciones completamente nuevos, lo que requiere inspiración y creatividad en un grado al menos igual al del estadio previo. La psicología no es biología aplicada, ni la biología química aplicada. (Anderson, 1972, p. 393).

| X | Y |
|---|---|
| Estado sólido o física de muchos cuerpos | Física de partículas elementales |
| Química | Física de muchos cuerpos |
| Biología molecular | Química |
| Biología celular | Biología molecular |
| … | … |
| Psicología | Fisiología |
| Ciencias sociales | Psicología |

Tabla 1

El ranking jerárquico de las ciencias de Anderson

(adaptado a partir de Anderson, 1972, p. 393)

Tampoco la macroeconomía es microeconomía aplicada. Los economistas ortodoxos, con sus intentos de reducir la macroeconomía a microeconomía aplicada, han demostrado de manera accidental que Anderson tenía razón. En primer lugar, demostraron que la derivación de lo macro a partir de lo micro era imposible, para a continuación ignorar esta demostración, y desarrollar modelos macroeconómicos que han impedido a los economistas prever el mayor evento económico de los últimos setenta años.

La imposibilidad de adoptar un enfoque «constructivista», como lo denominó Anderson, a la macroeconomía significa que si tenemos que desarrollar una macroeconomía aceptable, tenemos que comenzar al nivel de la propia macroeconomía. Este es el enfoque de los teóricos de sistemas complejos: trabajar desde la estructura del sistema que están analizando, dado que esta estructura, adecuadamente expuesta, contendrá las interacciones entre las unidades del sistema que le confieren sus características dominantes. Así fueron desarrollados los primeros modelos de sistemas complejos de fenómenos físicos: el llamado «problema de los muchos cuerpos» en astrofísica, y el problema de la turbulencia en flujo de fluidos.

El teorema de Newton de la atracción gravitacional explicaba cómo una órbita elíptica era el resultado de la atracción gravitacional entre el Sol y un solo planeta, pero no podía ser generalizado para explicar las dinámicas del sistema de múltiples planetas en el que vivimos. El gran matemático francés Henri Poincaré descubrió en 1899 que las órbitas son lo que hoy llamaríamos «caóticas»: incluso disponiendo de un conjunto de ecuaciones para describir sus movimientos, una predicción de sus movimientos futuros requeriría una medición infinitamente precisa de su posición y velocidad actuales. Tal como señaló el astrofísico Scott Tremaine, dado que una medición infinitamente precisa es imposible, entonces «por razones prácticas la posición de los planetas es impredecible a partir de unos cien millones de años»:

Por ejemplo, si mueves hoy tu lápiz de un lado a otro de la mesa esto podría producir un cambio lo suficientemente grande en las fuerzas gravitacionales de Júpiter como para alterar su posición con respecto al Sol dentro de mil millones de años. Por supuesto, la imposibilidad de predecir el comportamiento del sistema solar a lo largo de grandes períodos de tiempo es algo irónico, dado que se trata del sistema prototípico que inspiró el determinismo laplaciano. (Tremaine, 2011).

La naturaleza impredecible de los sistemas complejos llevó a que inicialmente este campo de conocimiento fuera denominado la «teoría del caos», porque en lugar de las pautas cíclicas propias de los sistemas armónicos, parecía no haber pauta alguna en los sistemas complejos. Una buena ilustración de ello es la figura 1, que presenta un gráfico del comportamiento superficialmente caótico a lo largo del tiempo de dos de las tres variables en el modelo de sistema complejo de la climatología desarrollado por Edward Lorenz en 1963.

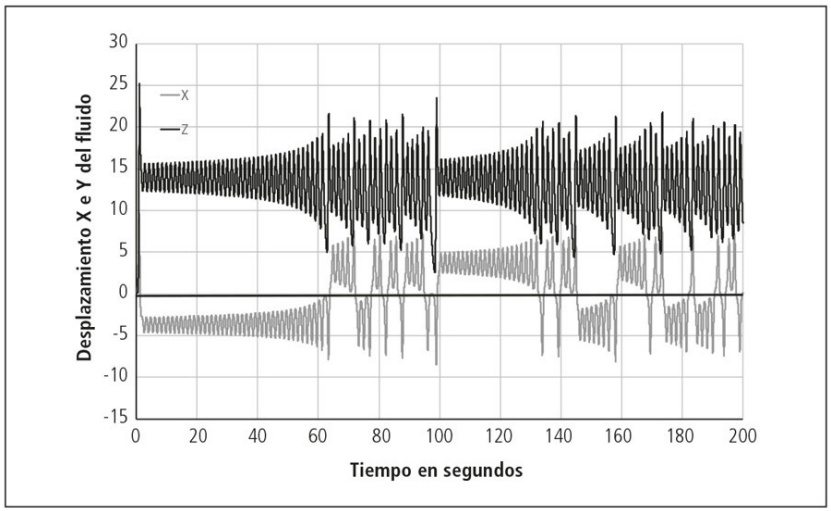


Figura 1

El caos aparente en el modelo meteorológico de Lorenz

No obstante, la incapacidad de predecir a largo plazo no significa ni ausencia total de predictibilidad ni falta de estructura. Seguramente conoce usted la expresión «efecto mariposa»: el dicho de que el movimiento de las alas de una mariposa en Brasil puede ser determinante para que se produzca o no un huracán en China. La metáfora de la mariposa tiene su inspiración en un gráfico que cruza las tres variables del modelo de Lorenz en un diagrama 3D. El comportamiento aparentemente caótico de las variables X e Y en el gráfico 2D de la figura 1 da paso a la hermosa pauta de «alas de mariposa» que se muestra en la figura 2 cuando las tres dimensiones del modelo se cruzan unas con otras.

El dicho anterior no quiere decir que las mariposas causen huracanes, sino más bien que unas diferencias imperceptibles en condiciones iniciales pueden hacer que sea básicamente imposible predecir la pauta que van a seguir sistemas complejos como el clima en períodos de tiempo relativamente cortos. Aunque esto descarta la posibilidad de hacer previsiones climatológicas a largo plazo, la capacidad de predecir para un período finito pero significativo de tiempo es la base del éxito de la meteorología moderna.

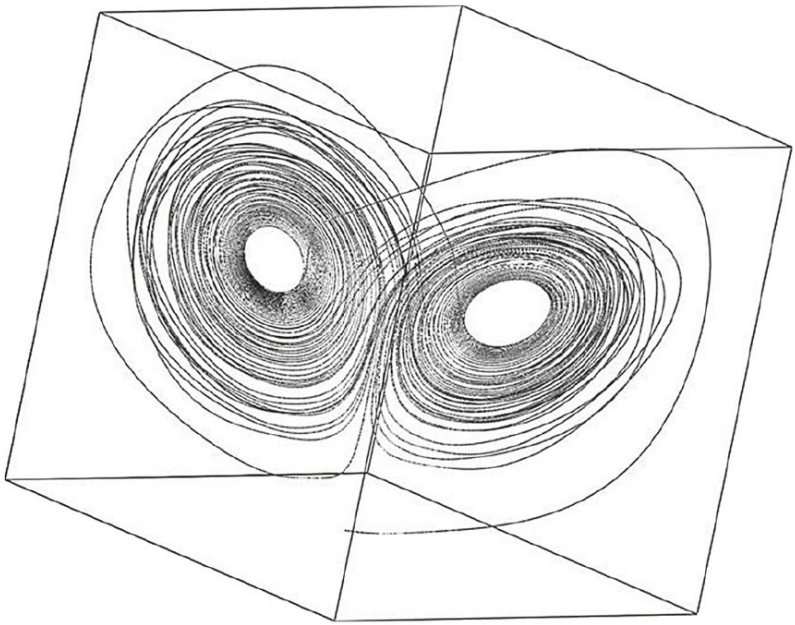

Figura 2

El modelo meteorológico de «mariposa» de Lorenz

(los mismos datos que en la figura 1 pero en tres dimensiones)

Lorenz desarrolló su modelo porque no estaba satisfecho con los modelos lineales que usaban los meteorólogos para hacer previsiones climatológicas, aun sabiendo perfectamente que los fenómenos clave relacionados con el clima implicaban variables —como la temperatura y la densidad de un gas— que interactuaban unas con otras de manera no aditiva. Los meteorólogos ya empleaban ecuaciones no lineales para el flujo de fluidos, pero eran demasiado complicadas como para poder obtener simulaciones en los ordenadores de la época de Lorenz. Por ello ideó un modelo drásticamente simplificado de flujo de fluidos con solo tres ecuaciones y tres parámetros (constantes) —y, no obstante, este modelo extremadamente sencillo sirvió para desarrollar ciclos extremadamente complejos que captaban la esencia de la

inestabilidad del clima—.

El sencillo modelo de Lorenz generaba ciclos constantes porque, para valores realistas de los parámetros, sus tres equilibrios eran todos inestables. En lugar de una dinámica consistente en una perturbación seguida de un regreso al equilibrio, como sucede con los modelos lineales estables, las dinámicas eran las propias de un sistema que estaba alejado del equilibrio en todo momento. Para aplicar las ideas de Lorenz, los meteorólogos tenían que abandonar sus modelos lineales de equilibrio —algo que hicieron de buen grado— y desarrollar modelos no lineales que pudiesen ser simulados por ordenador. Esto ha llevado, a lo largo del último medio siglo, a previsiones del tiempo mucho más correctas de lo que era posible con los modelos lineales.

La incapacidad de la ciencia económica para desarrollar algo remotamente parecido se debe en parte a que la economía es mucho menos predecible que el clima, dado el papel de la agencia humana, como afirman con razón los economistas hayekianos. Pero también se debe a la insistencia de los economistas ortodoxos en unas estrategias de modelización erróneas que derivan la macroeconomía de la microeconomía, y a la asunción de que la economía es un sistema estable que siempre vuelve al equilibrio tras una perturbación.

Abandonar estos modelos erróneos no lleva, como teme Blanchard, a la incapacidad de desarrollar modelos macroeconómicos a partir de «una teoría central macroeconómica analítica y ampliamente aceptada». Los macroeconomistas neoclásicos han intentado generar la macroeconomía desde el extremo equivocado —el del individuo en lugar del de la economía— y lo han hecho pasando por alto los problemas de agregación implícitos en la pretensión de que el comportamiento de un individuo aislado puede ser extrapolado a un nivel de agregación mayor. Es ciertamente más sensato —y probablemente más sencillo— proceder en sentido contrario, comenzando por proposiciones agregadas que son verdaderas por definición, y después desagregarlas cuando se requiera más detalle. En otras palabras, existe un «centro» en la definición misma de la macroeconomía.

Usando estas proposiciones es posible desarrollar, desde principios

básicos que ningún macroeconomista puede discutir, un modelo que hace cuatro cosas que no puede hacer ningún modelo DSGE: genera ciclos endógenos; reproduce la tendencia a las crisis que según Minsky es endémica al capitalismo; explica el crecimiento de la desigualdad en los últimos cincuenta años; e implica que la crisis será precedida, como de hecho lo fue, por una «Gran Moderación» en empleo e inflación.

Los tres conceptos clave de los cuales se puede derivar un modelo macroeconómico rudimentario con una fundamentación macro son: 1) la tasa de empleo (el ratio de aquellos que tienen trabajo sobre la población total, como un indicador tanto del nivel de actividad económica como del poder de negociación de los trabajadores), 2) el porcentaje de los salarios sobre la producción (el ratio de los salarios con respecto al PIB, como un indicador de la distribución de los ingresos), y 3) el ratio de deuda privada con respecto al PIB, como insistía Minsky.[9] Cuando son puestos en forma dinámica, estos conceptos no llevan meramente a afirmaciones «intuitivamente razonables», sino a afirmaciones que son por definición verdaderas:

• La tasa de empleo (el porcentaje de la población que tiene un empleo) aumentará si la tasa de crecimiento económico (en porcentaje anual) excede la suma del crecimiento de la población y de la productividad del trabajo.

• El porcentaje de los salarios con respecto al PIB aumentará si las demandas salariales exceden el crecimiento de la productividad del trabajo.

• El ratio de la deuda con respecto al PIB aumentará si la deuda crece más rápidamente que el PIB.

Estas afirmaciones son meras obviedades. Para convertirlas en un modelo económico, tenemos que postular algunas relaciones entre las unidades clave del sistema: entre el empleo y los salarios, entre el beneficio y la inversión, y entre la deuda, los beneficios y la

inversión.

Para ello, es extremadamente importante una intuición extraída del análisis de sistemas complejos: un modelo simple puede explicar la mayor parte del comportamiento en un sistema complejo, porque la mayor parte de su complejidad se deriva del hecho de que sus componentes interactúan entre sí —y no del comportamiento de los componentes individuales (Goldenfeld y Kadanoff, 1999). De manera que las relaciones más simples posibles podrían desvelar las propiedades centrales del sistema dinámico —que en este caso es la propia economía—.

En este ejemplo, las relaciones más simples posibles son:

• La producción es un múltiplo del stock de capital instalado.

• El empleo es un múltiplo de la producción.

• La tasa de cambio de los salarios es una función lineal de la tasa de empleo.

• La deuda financia la inversión cuando esta supera a los beneficios.

• La población y la productividad del trabajo crecen a tasas constantes.

El modelo resultante es mucho menos complicado que el modelo DSGE más simple: solo tiene tres variables, nueve parámetros y ningún término aleatorio.[10] Omite muchas características obvias del mundo real, desde disposiciones gubernamentales y disposiciones sobre bancarrotas en un extremo hasta préstamos Ponzi por parte del sector bancario en el otro. Además de estas, hay muchas otras características del mundo real que no pueden ser incluidas sin ampliar sus sencillos fundamentos.[11]

No obstante, incluso a este nivel tan sencillo, su comportamiento es mucho más complejo que el modelo DSGE más avanzado, al menos por tres razones. En primer lugar, las variables en este modelo no se

relacionan de manera simplemente aditiva, como en la inmensa mayoría de los modelos DSGE: los cambios en una variable pueden acelerar cambios en otra, llevando a su vez a cambios de tendencias que un modelo DSGE lineal no puede aprehender. En segundo lugar, el comportamiento fuera del equilibrio no está descartado por defecto, como en los modelos DSGE: se considera todo el rango posible de resultados y no solo aquellos con los que son compatibles o llevan al equilibrio. En tercer lugar, el sector financiero, que es ignorado en los modelos DSGE (o al menos tratado meramente como una fuente de «fricciones» que retrasan la convergencia hacia el equilibrio), está incluido de una manera simple pero fundamental en este modelo, a partir de la asunción confirmada empíricamente de que la inversión por encima de los beneficios está financiada por medio de deuda (Fama y French, 1999a, p. 1954).[12]

El modelo genera dos resultados factibles, dependiendo de lo dispuestos a invertir que estén los capitalistas. Si están poco dispuestos, lleva al equilibrio. Si están muy dispuestos, lleva a la crisis.

Con una baja propensión a invertir, el sistema se estabiliza: el ratio de deuda se eleva a partir de cero a un nivel constante, mientras que los ciclos en la tasa de desempleo y el porcentaje de los salarios en la economía convergen gradualmente a valores de equilibrio. Este proceso se muestra en el gráfico sobre tasa de empleo y ratio de deuda de la figura 3.

Con una mayor propensión a la inversión se produce la crisis impulsada por la deuda predicha por Minsky, y que experimentamos en 2008. No obstante, algo que no predijo Minsky, pero que se produjo en el mundo real, sí se refleja en el modelo: la crisis es precedida por un período de aparente tranquilidad económica que superficialmente parece igual que el período de transición al equilibrio en el resultado favorable. Antes de que empiece la crisis, hay un período de menor volatilidad en el desempleo, como se muestra en la figura 4: los ciclos de empleo (y el porcentaje de los salarios en la economía) disminuyen, y lo hacen a un ritmo más rápido que la convergencia hacia el equilibrio en el resultado favorable mostrado en la figura 3.

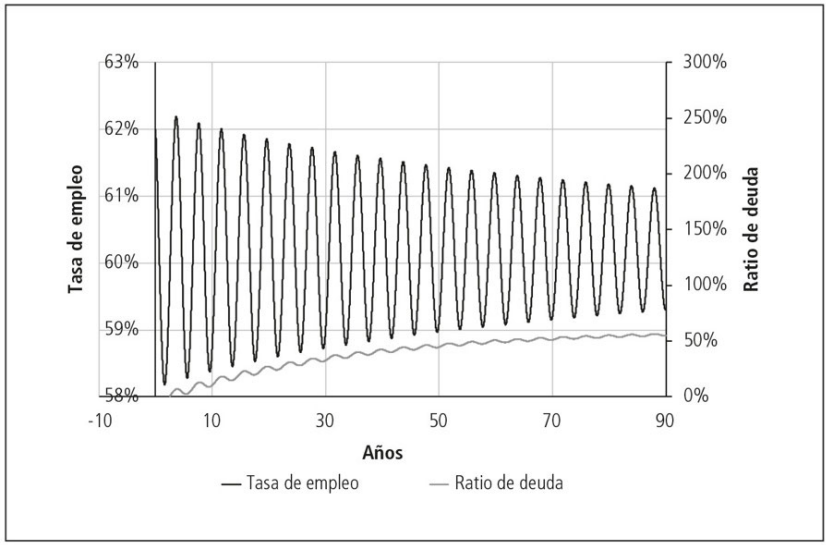


Figura 3

Equilibrio con capitalistas menos optimistas

Pero entonces los ciclos empiezan a incrementarse una vez más: una aparente moderación da paso a una creciente volatilidad, y en última instancia a un colapso del modelo, a medida que la tasa de empleo y el porcentaje de los salarios sobre la producción se hunde hasta cero y el ratio de la deuda con respecto al PIB se incrementa hasta el infinito.

Este modelo, derivado simplemente de los fundamentos incontestables de los conceptos macroeconómicos básicos, implica que la Gran Moderación, lejos de ser una señal de buena gestión económica tal como la interpretan los economistas ortodoxos (Blanchard et al., 2010, p. 3), era en realidad una advertencia de la crisis que se avecinaba.

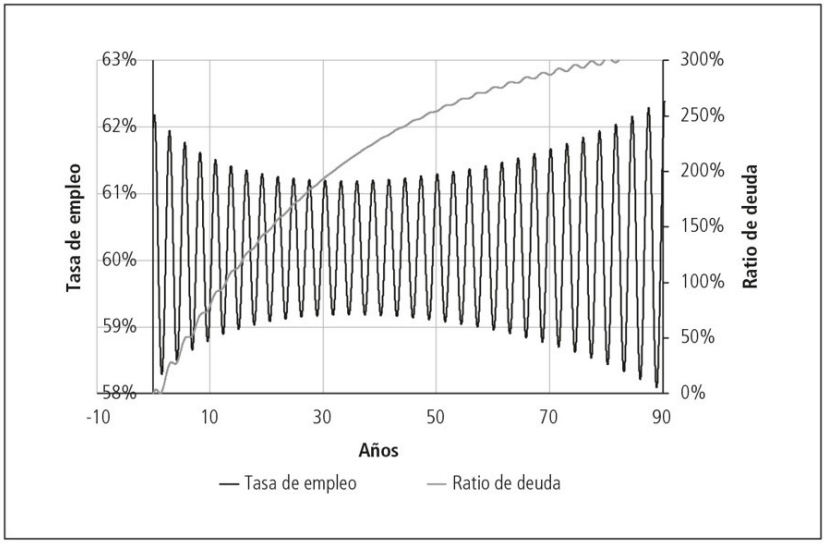


Figura 4

Crisis con capitalistas más optimistas

La diferencia entre los resultados favorables y los desfavorables está en el nivel alcanzado por la deuda privada, un factor que Minsky consideraba crucial para comprender el capitalismo, pero que está ausente de los modelos DSGE ortodoxos. Se estabiliza a un nivel bajo en el resultado favorable y no se estabiliza en el desfavorable.

El modelo genera otra predicción que ha sido empíricamente confirmada: un aumento de la desigualdad. La parte de los trabajadores en el PIB cae a medida que el ratio de deuda crece, incluso aunque en este modelo sencillo los trabajadores no contraen deudas. Si el ratio de deuda se estabiliza, entonces la desigualdad también se estabiliza, dado que la parte de los ingresos alcanza valores de equilibrio positivos. Pero si el ratio de deuda continúa creciendo —como de hecho ocurre cuando hay una mayor propensión a la inversión—, entonces la desigualdad también sigue creciendo. El aumento de la desigualdad no es solo «algo malo» en este modelo: es también un preludio a la crisis.

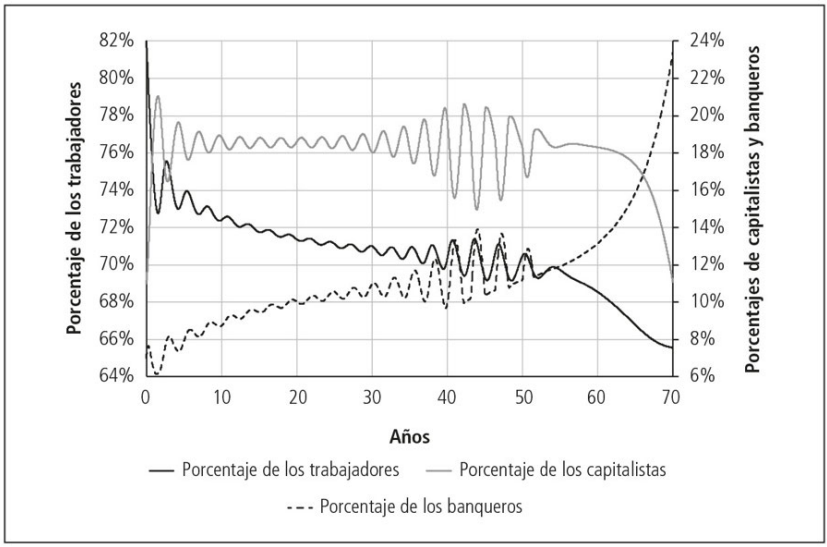


Figura 5

Aumento de la desigualdad causado por un aumento de la deuda

Las dinámicas de un aumento de la desigualdad son más obvias en el siguiente estadio del desarrollo del modelo, que incluye precios y tasas de interés nominales variables. A medida que la deuda aumenta a lo largo de un número de ciclos, el creciente porcentaje de la producción que acaba en manos de los banqueros se ve compensado por un porcentaje menor en manos de los trabajadores, de manera que el porcentaje correspondiente a los capitalistas fluctúa pero se mantiene relativamente constante a lo largo del tiempo. No obstante, a medida que los salarios y la inflación son impulsados a la baja, la capitalización de la deuda acaba en última instancia por superar a los decrecientes salarios, y el porcentaje de los beneficios colapsa. Antes de que llegue la crisis, la creciente cantidad de dinero dirigida a los bancos en forma de servicio de la deuda es exactamente compensada por la disminución de la parte correspondiente a los trabajadores, de manera que el porcentaje de beneficios permanece constante y el mundo les parece a los capitalistas un mar de tranquilidad —justo antes de que el sistema

quiebre—.

Construí una versión de este modelo en 1992, mucho antes de que la Gran Moderación fuese evidente. Esperaba que el modelo generase una crisis, dado que estaba intentando modelizar la hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky. Pero la moderación antes de la crisis era un fenómeno tan sorprendente y tan inesperado que finalizaba mi artículo centrándome en ese fenómeno, con lo que pensaba que era una bonita floritura retórica:

Desde la perspectiva de la teoría y la política económicas, esta visión de una economía capitalista con sector financiero nos obliga a superar ese hábito mental que Keynes describió tan bien, el basarnos excesivamente en el pasado reciente (estable) como guía para el futuro. Las dinámicas caóticas exploradas en este artículo nos deberían servir de advertencia para ver que un período de relativa tranquilidad en una economía capitalista no es nada más que la calma antes de la tormenta. (Keen, 1995b, p. 634, la cursiva es mía).

Aunque mi modelo sí predecía que el fenómeno de los ciclos decrecientes en empleo e inflación y aumento de la desigualdad precedería a la crisis si esta se producía, no esperaba que mi floritura retórica llegase a encarnarse en los datos económicos reales.[13] Pensaba que había demasiadas diferencias entre mi sencillo modelo que incluía solo el sector privado y el complicado (y complejo) mundo real como para que fuese así.

Pero así fue.

■

[8] La única limitación es que la forma tiene que ser ajustada mediante un polinomio (la suma de las potencias de x, x2, x3, y así sucesivamente): «[…] cada polinomio […] es una función de exceso de demanda para una determinada mercancía en alguna economía

de mercancías n» (Sonnenschein, 1972).

[9] Estoy seguro de que algunos macroeconomistas ortodoxos estarán en desacuerdo con el uso de este tercer concepto, pero me ocupo de por qué es esencial en el capítulo 4, «La pista decisiva: el crédito». Véase también Kumhof y Jakab (2015), que muestra el impacto dramático de la introducción de deuda privada y dinero endógeno en un modelo DSGE ortodoxo.

[10] Compárese esto con las siete variables, cuarenta y nueve parámetros y términos aleatorios (estocásticos) en el modelo DSGE Smets-Wouters mencionado anteriormente (véase Romer, 2016, p. 12). Véanse las ecuaciones del modelo en www.profstevekeen.com/crisis/models. Para las propiedades matemáticas de esta clase de modelos, véase Grasselli y Costa Lima (2012).

[11] Es de destacar que sus reglas de comportamiento lineales y la ausencia de dinámicas de precios significa que los ciclos son simétricos —los booms son tan largos como las crisis—. Estas deficiencias son corregidas en el modelo que genera la figura 5. También hay algunos problemas con estos conceptos, especialmente el de capital, que no deben ser ignorados como lo fueron tras las «controversias de Cambridge» (Sraffa, 1960; Samuelson, 1956). Pero estos problemas pueden ser corregidos mediante un proceso de desagregación, y su resolución se facilita igualmente reconociendo el papel de la energía en la producción. Estos temas van más allá del alcance de este libro, y los responderé en publicaciones futuras más técnicas.

[12] «La fuente de financiación más correlacionada con la inversión es la deuda a largo plazo […] la deuda juega un papel clave en acomodar la variación interanual en la inversión».

[13] El porcentaje de los salarios sobre la producción era en este modelo sencillo sin dinámicas de precios un indicador de la inflación. El modelo más completo que se muestra en la figura 5 incluye explícitamente la inflación, y muestra la misma tendencia referida a la inflación que la encontrada en los datos.

**03**

# La calma

# y la tormenta

En la época en la que desarrollé mi modelo, la economía global seguía inmersa en la recesión que a finales de año daría las llaves de la Casa Blanca a Bill Clinton, bajo el eslogan «Es la economía, estúpido». El desempleo había alcanzado recientemente un máximo del 7,8 por ciento —un nivel sustancial en comparación con la media del 5,6 por ciento de la posguerra, pero ni de lejos tan severo como en la recesión de 1983, cuando alcanzó un 10,8 por ciento—. Desde agosto de 1992, el desempleo empezó a reducirse mientras la economía de Estados Unidos se embarcaba primero en el boom de las telecomunicaciones y luego en la burbuja de las puntocoms de los años noventa. La inflación había caído fuertemente desde los elevados niveles de la década de 1970, pero mientras este nuevo boom se afianzaba, persistía el temor de que la inflación pudiese dispararse una vez más.

No lo hizo. La inflación se redujo aún más a medida que disminuía el desempleo, desde un 3 por ciento en el punto álgido de la recesión de los noventa al 1,5 por ciento al final de la década.

Cuando estalló la burbuja de las puntocoms con el colapso del índice Nasdaq en el año 2000, la depresión subsiguiente fue moderada. El desempleo alcanzó un máximo de apenas un 6,3 por ciento a mediados de 2003, y la inflación cayó a poco más del 1 por ciento. Ya antes de que la recesión tocase fondo, los economistas ortodoxos neoclásicos habían descubierto una tendencia que, desde su punto de vista, era positiva: la Gran Moderación (Stock y Watson, 2002).

En contraste con la orgía de felicitaciones mutuas en el seno de la economía ortodoxa, los economistas no ortodoxos estaban haciendo sonar las alarmas, en particular el economista inglés Wynne Godley (Godley y McCarthy, 1998; Godley y Wray, 2000; Godley, 2001; Godley e Izurieta, 2002, 2004; Godley et al., 2005). Godley, empleando un método desarrollado por él para analizar la economía empleando flujos monetarios intersectoriales, vio que se avecinaban problemas. Partió de un hecho tan obvio como que el excedente monetario de un sector debe ser compensado por déficits equivalentes en otros sectores para argumentar que la tendencia hacia el superávit en las cuentas públicas en Estados Unidos requería un aumento insostenible del endeudamiento privado.

En el artículo provocadoramente titulado «Is Goldilocks Doomed?» (¿Está Ricitos de Oro condenada?), Godley y Wray (2000) afirmaban que, en algún momento, el sector privado tendría que dejar de adquirir deuda, y cuando lo hiciese, el largo boom daría lugar a una severa recesión. Desgraciadamente, las advertencias de Godley en este y otros artículos igual de provocadores fueron ignoradas por los políticos y por los economistas ortodoxos que les asesoraban, por varias razones. La principal era que Godley no hacía la asunción requerida por la ortodoxia: sus artículos discutían los flujos monetarios y crediticios intersectoriales, no el comportamiento optimizador de agentes racionales. Su análisis era en términos de stocks y flujos monetarios, cuando la ortodoxia se había convencido hacía mucho tiempo de que la macroeconomía podía y de hecho debía ser modelizada como si no existiesen el dinero, los bancos y la deuda. Tal como reconocieron Eggertsson y Krugman después de la crisis, la gran mayoría de los modelos económicos ortodoxos ignoraban la deuda privada por completo:

Dada la prominencia de la deuda en los debates populares sobre nuestras actuales dificultades económicas y la larga tradición de invocar la deuda como uno de los factores clave en las grandes contracciones económicas, uno esperaría que la deuda estuviera en el centro de la mayoría de los modelos macroeconómicos ortodoxos, especialmente en el caso del análisis de la política fiscal y monetaria. No obstante, y sorprendentemente, es muy común

abstraerse por completo de esta característica de la economía. (Eggertsson y Krugman, 2012, pp. 1470-1471, la cursiva es mía).

Es importante destacar que la economía ortodoxa era incapaz de ver por qué el nivel agregado de deuda, o los cambios en su tasa de crecimiento, tendría que tener alguna importancia macroeconómica. Si por un casual tenían modelos de crédito, en ellos los préstamos eran considerados como una transferencia de poder de compra de un agente a otro, en lugar de como una forma de crear nuevo poder de compra —o de destruirlo, cuando se devuelven las deudas—. Para la economía ortodoxa, el nivel y la tasa de cambio de la deuda privada solo importan si hay diferencias extremas en el comportamiento o las circunstancias de deudores y acreedores. Por esta razón, Ben Bernanke descartó el argumento de Irving Fisher de que la Gran Depresión fuese causada por un proceso de deuda-deflación:

La idea de la deuda-deflación se debe a Irving Fisher (1933). Fisher concebía un proceso dinámico en el que unos precios declinantes de activos y mercancías presionaban a los deudores nominales, provocándoles angustia y, como consecuencia, forzándoles a vender sus activos, lo que a su vez llevaba a nuevas caídas de precios y dificultades financieras. Su diagnóstico le llevó a apremiar al presidente Roosevelt a que subordinase las consideraciones sobre el tipo de cambio a la necesidad de reflación, un consejo que al final siguió FDR.

La idea de Fisher era menos influyente en los círculos académicos, no obstante, por el contraargumento de que la deuda-deflación no representaba más que una redistribución de un grupo (deudores) a otro (acreedores). En ausencia de unas considerables e implausibles diferencias en las propensiones marginales al gasto entre los grupos, una redistribución pura no debería tener un efecto macroeconómico significativo. (Bernanke, 2000, p. 24, la cursiva es mía).

Incluso tras la crisis, los economistas ortodoxos seguían rechazando de plano el argumento acerca de la importancia del nivel agregado y de la tasa de cambio de la deuda. En 2013, Krugman rechazó el argumento de Richard Koo de que la economía japonesa estaba constreñida por el estado de su balance de cuentas, sobre la base de que, por cada deudor cuyo gasto está constreñido por la deuda, debe haber un acreedor cuyo gasto se ve favorecido:

Quizá parte del problema es que Koo concibe una economía en la que todo el mundo se ve constreñido por el estado del balance de cuentas general, frente a una en la que muchos están constreñidos. En mi opinión, su enfoque no tiene sentido: donde hay deudores, tiene que haber también acreedores, de manera que tiene que haber al menos algunas personas que puedan responder positivamente a unos tipos de interés reales menores incluso en una recesión provocada por el balance de cuentas. (Krugman, 2013).

En realidad, únicamente analistas como Koo, que rechazaron la creencia ortodoxa de que la deuda privada y los stocks monetarios no importan, fueron los que advirtieron de la crisis antes de que se produjese (Bezemer, 2009, 2010, 2011b).[14]

Yo advertí por primera vez sobre una crisis inminente en diciembre de 2005, con ocasión de mi participación en una demanda legal en Australia contra el crédito depredador (Keen, 2005). Mientras estaba escribiendo mi informe, añadí la frase siguiente: «Los ratios de deuda privada con respecto al PIB han estado creciendo exponencialmente en los últimos años». Después me di cuenta de que, como testigo experto, no podía basarme en una mera hipérbole. Tenía que comprobar los datos, y esperaba tener que cambiar «exponencial» por algo menos dramático.

De manera que hice un gráfico de la deuda privada con respecto al PIB en Australia… y me quedé boquiabierto. Describir como exponencial la tendencia no era ninguna hipérbole: la correlación del ratio de la deuda privada australiana con respecto al PIB era un asombroso 0,98. No cabe duda, pensé, de que esta tendencia no

podía durar, y que cuando terminase, habría una profunda depresión.

Pero ¿se trataba meramente de un fenómeno australiano o era un fenómeno global? Los datos sobre deuda privada eran muy difíciles de recopilar: muchos países no los recogen, y en ese momento no había ninguna base de datos centralizada como la creada por el BIS en 2014. Por ello, lo mejor en ausencia de datos globales era comprobar el estado de la primera economía mundial, Estados Unidos, donde por fortuna hay datos sobre deuda privada sistemáticamente recopilados por la Reserva Federal desde 1952 (Copeland, 1951). Aunque la tendencia era menos claramente exponencial, seguía ajustándose a una función exponencial con un coeficiente de correlación de alrededor de 0,97.

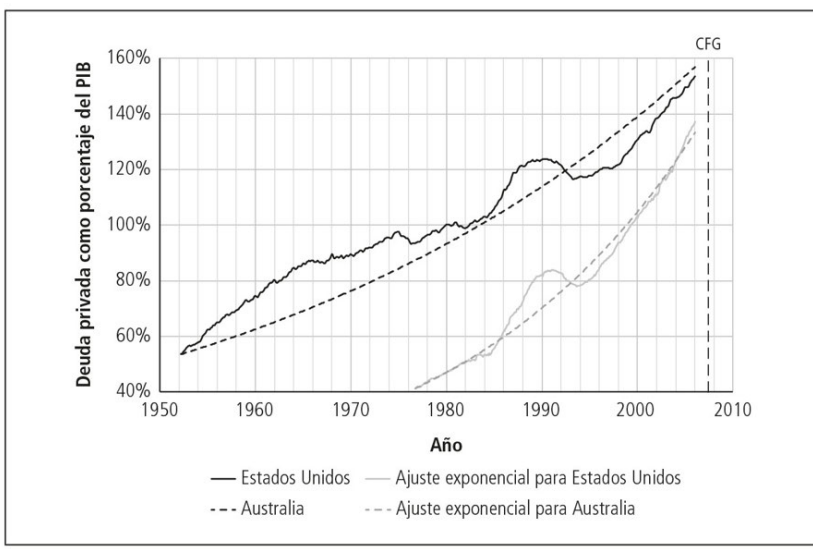


Figura 6

El crecimiento exponencial del ratio de la deuda

con respecto al PIB hasta 2006

Ahora estaba convencido de que se aproximaba una crisis

económica global, y sabía que pillaría completamente por sorpresa a los economistas ortodoxos, dado que no prestaban atención ni a la deuda privada ni a las dinámicas desequilibrantes en sus modelos económicos. Dado que los políticos eran asesorados por economistas ortodoxos acerca de cómo gestionar la economía, estaba claro que la economía global estaba a punto de caminar a ciegas hacia la mayor crisis económica del período de posguerra.

Mi hipótesis de trabajo era que el gasto agregado en la economía era aproximadamente la suma del PIB y el crédito, y que esta suma generaba tanto ingresos (a través de la compra de bienes y servicios) como ganancias realizadas de capital (a través de compras netas de activos —predominantemente propiedades y acciones—). Dado que el crédito era mucho más volátil que el PIB y podía potencialmente pasar a ser negativo y reducir la demanda, la crisis comenzaría cuando la tasa de crecimiento de la deuda privada se ralentizase:

¿Por qué adopto el papel de Casandra? Porque las cosas no pueden continuar como de normal, cuando la normalidad implica una tendencia insostenible de la deuda. En algún momento tiene que producirse una ruptura, aunque una predicción precisa de cuándo se producirá esa ruptura es casi imposible, especialmente teniendo en cuenta que en parte depende de decisiones individuales de endeudamiento […] En algún momento, el ratio de deuda con respecto al PIB debe estabilizarse; y no se quedará simplemente ahí. Cuando esa situación insostenible se invierta, tendremos una recesión. (Keen, 2007).

La crisis en Estados Unidos comenzó cuando predijo mi análisis minskiano: cuando la tasa de crecimiento de la deuda privada comenzó a ralentizarse y no se recuperó. Como explico en el capítulo 4, «La pista decisiva: el crédito», la demanda total en la economía —tanto para bienes y servicios como para activos— es la suma de la masa monetaria existente más el crédito (lo que equivale al cambio en el nivel de la deuda privada). El crédito, que ha supuesto de media menos del 6 por ciento del PIB entre 1945 y

1970, fue de un 14 por ciento del PIB de media entre 2006 y 2008. La deuda privada había crecido enormemente en Estados Unidos a lo largo del período de posguerra —desde apenas el 37 por ciento del PIB en 1945 hasta el 165 por ciento del PIB en 2008—. Una ralentización de la tasa de crecimiento de la deuda era inevitable, y esto en sí mismo era suficiente para que la demanda total de la economía cayese.

La ralentización comenzó en 2008, con el crédito cayendo desde un 15 por ciento del PIB en su punto máximo a un menos 5 por ciento en su nadir (véase la figura 7). El crédito, que había sido positivo durante todo el período de posguerra y había sumado a la demanda, era ahora negativo y estaba sustrayendo a la demanda —algo que no había ocurrido desde la Gran Depresión—. Usando el PIB más el crédito como una guía aproximada de la demanda total de la economía, esta cayó desde un máximo de alrededor de dieciséis billones de dólares en 2008 a 13,5 billones de dólares en 2010.

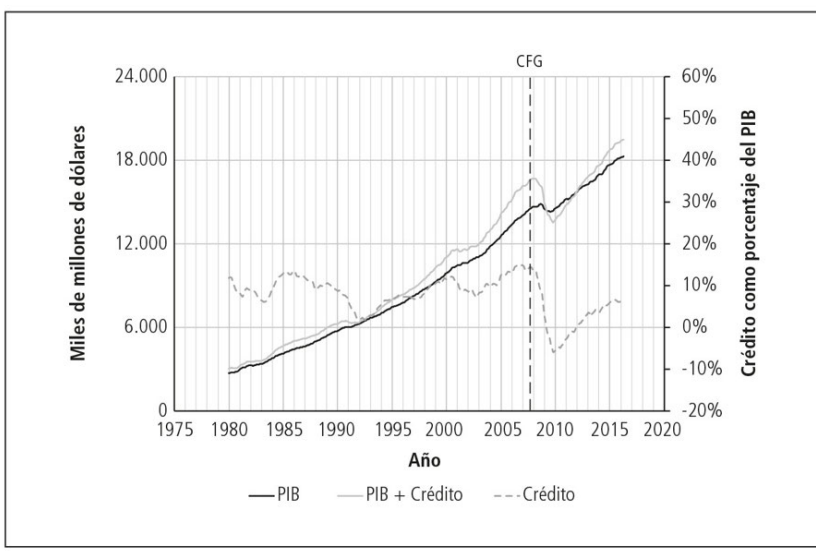


Figura 7

PIB y crédito en Estados Unidos

La quiebra del crecimiento basado en el crédito provocó una explosión del desempleo, y un colapso del precio de los activos. En contraste con la creencia ortodoxa de que un cambio en el nivel de deuda era «puramente redistribución» que «no debería tener efectos macroeconómicos significativos» (Bernanke, 2000, p. 24), ese cambio fue de lejos el principal determinante del nivel de desempleo, que aumentó dramáticamente a medida que se hundía la tasa de crecimiento de la deuda privada (véase la figura 8).

La crisis en Estados Unidos fue anunciada, por supuesto, por el estallido de la burbuja inmobiliaria. En junio de 2005, cuando el entonces presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, testificó ante el Congreso que no había una burbuja a nivel nacional, sino meros «indicadores de algo de espuma en algunos mercados locales» (Greenspan, 2005), el vistazo más superficial a los datos a nivel nacional indicaba que era obvio que Estados Unidos estaba embarcado en la mayor burbuja de su historia (véase la figura 9). Aunque Greenspan no podía saber que su ridícula afirmación coincidiría con el momento álgido del mercado, el hecho de que así fuese debería ser su epitafio final. Era un maestro del engaño, no de la intuición.

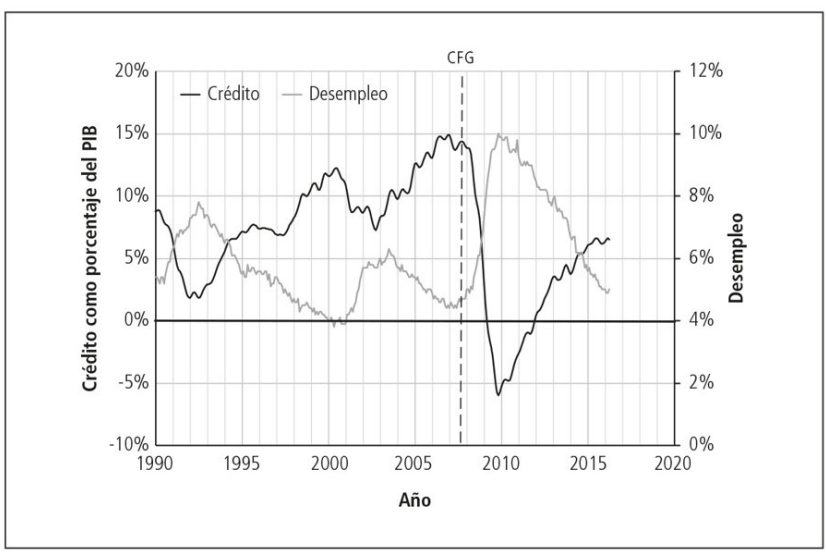


Figura 8

El cambio del nivel de deuda en Estados Unidos determina el nivel de desempleo (coeficiente de correlación: −0,928)

La burbuja fue provocada por otro factor que Greenspan y la ciencia económica ortodoxa también ignoraron: el incremento dramático de la deuda hipotecaria durante los primeros cinco años del nuevo milenio.

La deuda hipotecaria creció desde un 45 por ciento del PIB en 2000 a un 65 por ciento cuando Greenspan veía «espuma», hasta alcanzar un máximo del 75 por ciento del PIB antes de desplomarse.

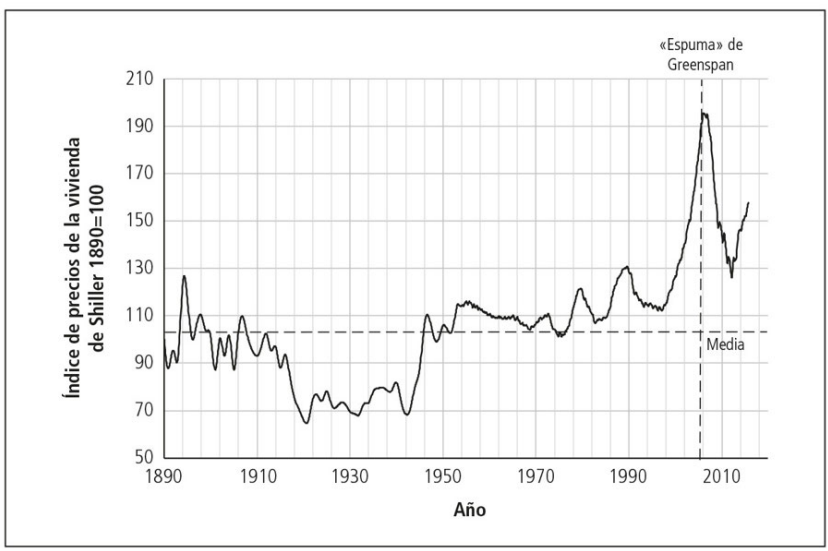


Figura 9

Índice de precios reales de la vivienda en Estados Unidos desde 1890

Las dinámicas de la deuda tienen un elemento adicional especialmente punzante, a saber, que el cambio en los precios de la vivienda no está determinado por el nivel de deuda hipotecaria, ni

siquiera por su tasa de cambio, sino por su aceleración. La lógica es sencilla. La oferta física de viviendas es el volumen de las viviendas existentes, más el flujo neto hacia el mercado de propiedades recién construidas. La demanda monetaria de vivienda es fundamentalmente el flujo de nuevas hipotecas, que a su vez es el cambio en el nivel de deuda hipotecaria. Divida eso por el nivel de precios actuales, y tendrá el número de viviendas que se pueden comprar al nivel de precios actual. Esto crea una relación entre los cambios en la deuda hipotecaria y el nivel de los precios de la vivienda. Hay por tanto una relación entre la aceleración de la deuda hipotecaria y el cambio en los precios de la vivienda. Aunque es un proceso de retroalimentación complejo, no lineal y positivo, la aceleración de la deuda hipotecaria es la que manda; y, como muchos estadounidenses han descubierto a su costa, una desaceleración de la deuda hipotecaria provoca una caída en el precio de la vivienda, y esa desaceleración se inicia antes de que la deuda hipotecaria alcance su punto máximo.[15] Esto es lo que detuvo el impulso de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos a partir de 2005 —justo cuando Greenspan estaba garantizando al Congreso que no había burbuja (véase la figura 10)—.

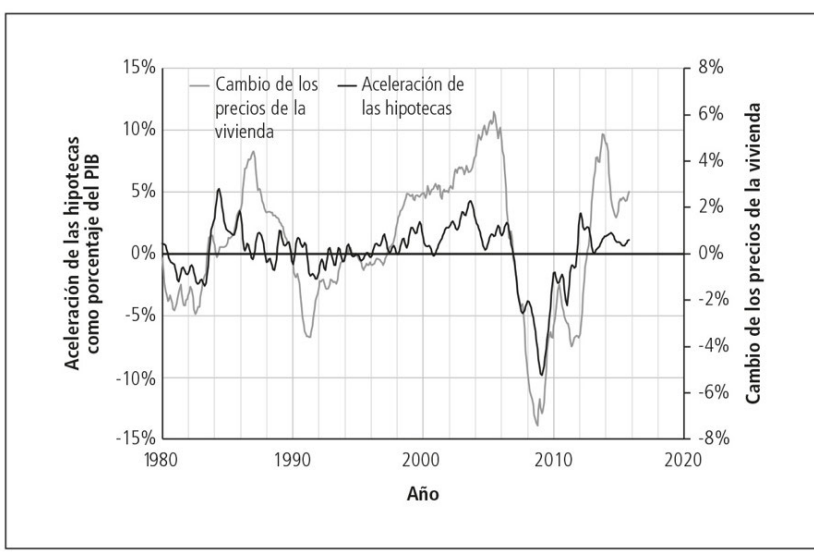


Figura 10

Por tanto, la economía estadounidense siguió al detalle el guion de Minsky. Pero no se produjo una crisis en mi Australia natal, a pesar de la similitud en los datos de deuda privada. En lugar de ello, fue uno de los dos países de la OCDE que escaparon de la recesión durante la Crisis Financiera Global (el otro país que evitó la recesión fue Corea del Sur). ¿Era esta una señal de que la tesis de Minsky no se aplicaba «ahí abajo»… o en el Pacífico?

Esa era la creencia generalizada en Australia. El Banco Central australiano (el Banco de Reserva de Australia o RBA)[16] se acostumbró a referirse a la crisis de 2008 como la Crisis Económica del Atlántico Norte, en lugar de la Crisis Financiera Global, para enfatizar que «no había pasado aquí» (Stevens, 2011). No obstante, Australia no evitó la crisis: meramente la pospuso reiniciando su burbuja inmobiliaria —en dos ocasiones—.

Australia contrarrestó la CFG aplicando de inmediato políticas públicas, siguiendo el consejo de su entonces secretario del Tesoro, Ken Henry: «Hazlo con fuerza, hazlo cuanto antes y hazlo pensando en las economías domésticas» (Grattan, 2010). Varias de las intervenciones realizadas —como el aumento del gasto público para apuntalar a las empresas que estaban al borde de la bancarrota vía déficit público, y la entrega de subvenciones en metálico a las familias para aumentar el consumo (el primer ejemplo de «dinero arrojado desde helicóptero»)— eran las que había recomendado Minsky.

Pero la política pública clave para que Australia pudiese posponer su crisis fue persuadir a los australianos de que volviesen a invertir en su ya inflado mercado de la vivienda, por medio de un incremento espectacular de las ya generosas subvenciones públicas a la compra de primeras viviendas. Conocida como «Subvención a los Propietarios de Primeras Viviendas», o FHOG,[17] este programa otorgaba a los compradores de primeras viviendas una subvención de siete mil dólares australianos —en un momento en el que el precio medio de la vivienda en las principales ciudades de

Australia era de 450.000 dólares (Pink, 2009, p. 11)—. En lo que fue descrito como el «Incentivo a los Propietarios de Primeras Viviendas» —y que yo llamé «Incentivo a los Vendedores de Primeras Viviendas»—, el Gobierno federal dobló esa subvención hasta catorce mil dólares por la compra de vivienda usada y lo triplicó hasta veintiún mil dólares por la compra de vivienda nueva. Los Gobiernos de los estados añadieron a ello sus propios incentivos: el ejemplo más destacado de esto fue el Gobierno del estado de Victoria, que otorgó otros catorce mil dólares a la compra de vivienda nueva fuera de la capital del estado.

Con los bancos dispuestos a otorgar hipotecas con un depósito del 5 por ciento, estas subvenciones suponían que los compradores de primera vivienda no tenían por qué tener ahorros propios para obtener una hipoteca. Los compradores de primeras viviendas inundaron el mercado, frenando en seco el declive de la deuda hipotecaria, y revitalizando la por entonces tambaleante burbuja inmobiliaria australiana. Durante 2008, antes de que el programa comenzase, los precios de la vivienda cayeron, pero después crecieron a niveles superiores al máximo alcanzado antes de la crisis hasta que el programa se dio por finalizado a mediados de 2010.

Para entonces, Australia se estaba beneficiando de otra burbuja: el increíble incremento de la demanda china, en parte impulsada por su salto imparable a la industrialización, pero también por una burbuja de crédito que fue la respuesta del Gobierno chino a la CFG. De manera que cuando el sector de la economía doméstica australiana empezaba a reducir su deuda, el sector empresarial se embarcó en una orgía de endeudamiento para financiar la inversión en minas, puertos y ferrocarriles, necesarios para satisfacer lo que entonces se consideraba una demanda insaciable de China por el carbón y el mineral de hierro australianos. Estas dos tendencias superpuestas de la deuda privada significaban que aunque la tasa de crecimiento de la deuda privada se desaceleró en Australia en la época de la CFG, nunca pasó al lado negativo como en Estados Unidos. El crédito privado, por tanto, siguió estimulando a la economía australiana, y el estímulo se incrementó a medida que la burbuja inmobiliaria y el boom inmobiliario se aceleraron a partir de 2010.

A medida que ese crecimiento a dos bandas cobraba fuerza, ocurrió algo notable: ante la perplejidad del Banco de Reserva de Australia, la inflación no creció. El RBA había sido el último banco central del mundo en darse cuenta de que se fraguaba una crisis en 2008, y continuó subiendo los tipos de interés hasta marzo de 2008, para luchar contra la inexistente amenaza de inflación. No comenzó a reducir los tipos hasta agosto de 2008 —un año entero desde el inicio de la CFG—. Cimentando su estatus como el banco central más alejado de la realidad de todo el planeta, fue el primero en subir los tipos de interés tras la CFG; en la falsa creencia de que la inflación seguía siendo el principal enemigo de la estabilidad económica.

Los hechos diferían tozudamente de esta apreciación, y a finales de 2011, el RBA, a regañadientes, cambió de nuevo de dirección. Este cambio de dirección fue en parte motivado por la esperanza de que unos tipos más bajos provocasen un resurgimiento del mercado de la vivienda, dado que el auge exportador a China resultó ser menos duradero de lo que se esperaba.

Las familias australianas, enfrentadas a unos intereses declinantes de sus bonos y a un mercado bursátil volátil, siguieron, como era de esperar, el camino marcado por el RBA, y a comienzos de 2012 empezaron a acudir de nuevo al mercado inmobiliario; esta vez no como compradores de primera vivienda, sino como «inversores». La deuda hipotecaria, que había estado cayendo como porcentaje del PIB desde el fin del Incentivo a los Vendedores de Primeras Viviendas, comenzó a crecer de nuevo, y a mediados de 2012 los precios de la vivienda comenzaron a aumentar una vez más. En 2016, el precio de la vivienda ajustado por la inflación en Australia era 2,8 veces mayor que en 1986. Compárese esto con un precio real máximo de la vivienda en Estados Unidos de algo menos del doble de los precios de 1986 (los precios en Estados Unidos cayeron a 1,2 veces el nivel de 1986 tras el estallido de la burbuja de las hipotecas basura).

Con una creciente deuda de las familias añadida a la creciente deuda de las empresas, Australia regresó a la trayectoria exponencial en el ratio de su deuda privada con respecto al PIB que había sido tan bruscamente interrumpida por la CFG (véase la

figura 11).

El contraste entre Australia y Estados Unidos es muy marcado. La CFG rompió la tendencia exponencial del ratio de la deuda con respecto al PIB en Estados Unidos, y aunque la deuda privada está creciendo una vez más, no lo está haciendo a una tasa ni remotamente parecida a la anterior a la crisis —y no debería hacerlo—. Aunque Estados Unidos no ha reducido su nivel de endeudamiento a una tasa cercana a la que sería necesaria para volver a un crecimiento sostenido, su ratio de deuda privada en marzo de 2016 era de un 149 por ciento del PIB, un 13 por ciento menor que al inicio de la CFG (véase la figura 12). En marzo de 2016, el ratio de la deuda privada con respecto al PIB en Australia era del 208 por ciento, un 22 por cien mayor que al inicio de la CFG.

Australia es, por tanto, el contrapunto a Estados Unidos, y muestra que la única manera en que puedes evitar una crisis de deuda hoy es posponiéndola para más tarde. Las mismas dinámicas que impulsaron a la economía estadounidense y su mercado inmobiliario y después la llevaron a la crisis están en marcha «ahí abajo». La calamidad de una deflación de deuda ha sido simplemente pospuesta a base de más deuda. Cuando se acentúe la ralentización del crecimiento de la deuda privada en Australia, la caída de la demanda derivada del declive crediticio será sustancialmente más severa que si Australia no hubiese salido del problema en 2008 a base de más deuda.

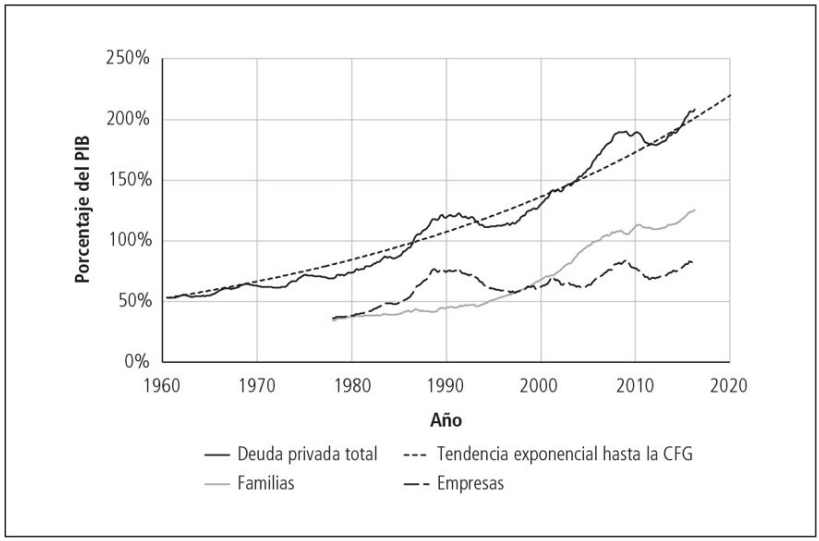


Figura 11

El ratio de la deuda privada con respecto al PIB continúa creciendo exponencialmente en Australia

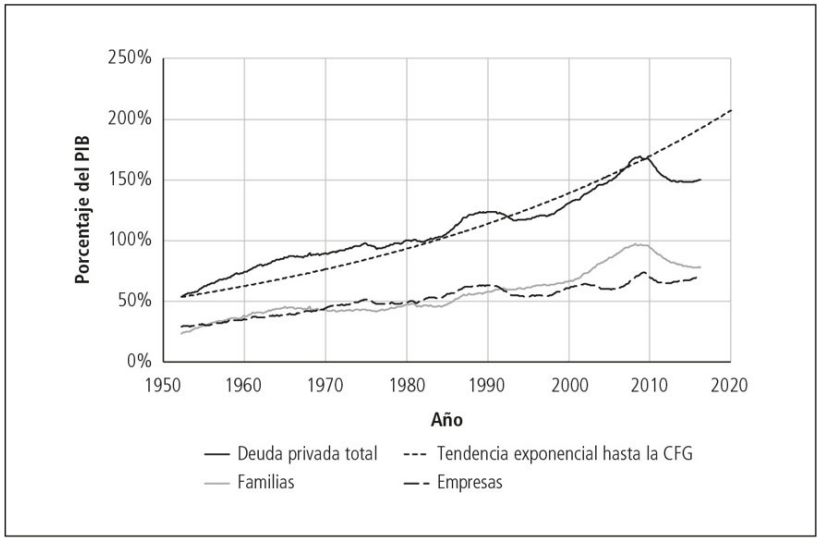


Figura 12

La Crisis Financiera Global rompe la tendencia exponencial en el ratio de la deuda privada con respecto al PIB en Estados Unidos

Por supuesto, podría usted pensar que tal vez fuese posible que la tendencia australiana a un crecimiento infinito del ratio de la deuda privada con respecto al PIB durase indefinidamente. ¿Por qué la deuda privada tiene que dejar de crecer más rápidamente que el PIB?

La respuesta se resume en una palabra: Japón.

Hubo un tiempo en el cual parecía inevitable que Japón consiguiese a base de puro potencial económico lo que no había podido lograr a base de poderío militar en la Segunda Guerra Mundial. A finales de la década de 1980, nueve de los diez mayores bancos del mundo eran japoneses, la tecnología japonesa, desde el walkman de Sony hasta el Toyota Lexus, movía el mundo; y en 1993 —ya un poco a destiempo— Hollywood estrenó una película con el ominoso título Sol naciente.

Pero a medida que nos adentrábamos en la década de 1990, esta visión de la supremacía japonesa se desvaneció. El índice Nikkei se estrelló a comienzos de la década, el mercado inmobiliario quebró un poco después y el país entró en lo que pasó a ser conocida como la «Década Perdida» —una década que lleva durando un cuarto de siglo—. Hoy, ningún banco japonés figura entre los diez más importantes del mundo (aunque sí tres de los cuatro bancos australianos); la tecnología japonesa aún es influyente, pero Apple y Tesla son ahora los amos en campos en los que antaño dominaron Sony y Toyota, y en la cultura popular Japón es hoy un ejemplo admonitorio sobre estrellas fugaces, no sobre soles nacientes.

Los economistas ortodoxos han ofrecido muchas explicaciones de la enfermedad japonesa, desde el declive demográfico a un gasto público fuera de control. Un cuarto de siglo tras el comienzo de la crisis, la crítica más extendida se centra abrumadoramente en su nivel astronómico de deuda pública, que ha aumentado desde el 60 por ciento al 220 por ciento del PIB desde que comenzó la crisis. Pero la causa real de la caída repentina en desgracia de Japón fue

una trampa de deuda privada, la misma en la que cayó ciegamente Estados Unidos dieciocho años después.

Japón siempre tuvo un ratio alto de deuda con respecto al PIB, en gran medida porque su sistema de keiretsu, de propiedad entrelazada entre los conglomerados industriales y los bancos, significaba que la deuda de esos bancos jugaba un papel mucho mayor en financiar la inversión empresarial que en Estados Unidos: desde 1965 hasta 1982, el ratio de deuda empresarial con respecto al PIB en Japón suponía de media un 100 por cien del PIB, frente a un 42 por ciento en Estados Unidos. Entonces despegó la burbuja que hizo que las 1,3 millas cuadradas del Palacio Imperial en Tokio tuviesen un valor teórico similar al de California. Los bancos proporcionaron financiación no solo para tecnología e industria, sino para la especulación bursátil e inmobiliaria, en lo que Japón felizmente denominó su período de la «Economía de la Burbuja». La deuda empresarial creció un 40 por ciento del PIB en solo ocho años.

La deuda de las familias, que había estado creciendo rápida pero linealmente (como porcentaje del PIB) desde 1965, también se aceleró a finales de la década de 1980, y creció casi un 25 por ciento del PIB a lo largo de la década. La combinación de unas deudas empresarial y doméstica hinchadas llevó a los mercados japoneses de activos a la estratosfera: los precios reales de la vivienda crecieron un 48 por ciento desde 1985 hasta su valor máximo en 1991, y el Nikkei se cuadruplicó en menos de seis años.

Y entonces, a finales de los años ochenta, la fiesta de deuda de Japón terminó. El crédito, que había aumentado del 12 por ciento del PIB en 1985 al 27 por ciento en 1990, comenzó un derrumbe que a finales de la década de 1990 vio cómo la deuda privada caía hasta el 13 por ciento del PIB. El resultado fue un colapso de la demanda agregada, un desplome de los precios de los activos y, lo que es más importante para lo que fue una vez la tierra del sol naciente, el final de la inversión en nuevas tecnologías financiada por la deuda. Las grandes empresas de Japón estaban demasiado ocupadas intentando reparar sus balances hinchados como para invertir, y el sol se puso abruptamente en el naciente imperio económico de Japón. Las dinámicas que siguieron fueron las

mismas que aparecerían en Estados Unidos dieciocho años después. A pesar de los enormes superávits comerciales de Japón y del gigantesco estímulo financiado por deuda pública una vez que empezó la crisis, la demanda en Japón se estancó y el desempleo creció.

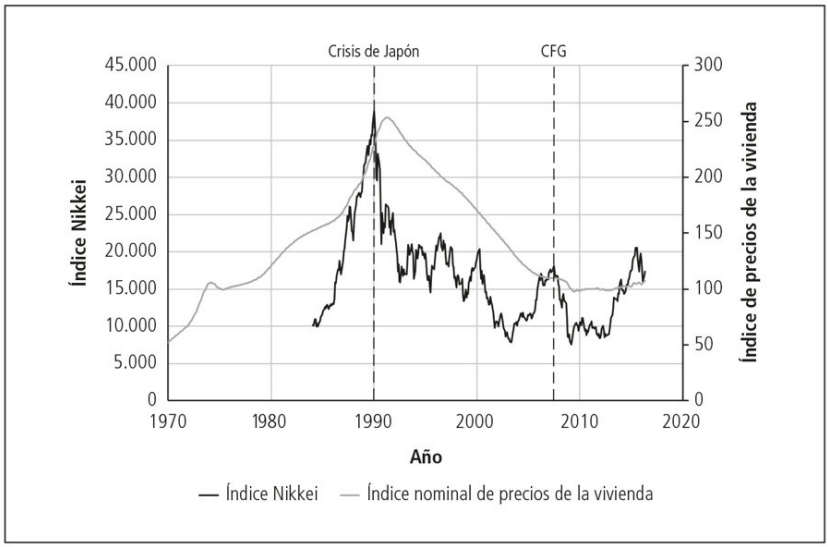


Figura 13

El precio de los activos japoneses se estrelló cuando terminó la Economía de la Burbuja promovida por la deuda

Un hecho importante para los muchos países que desde entonces han emulado la pauta japonesa de una economía de la burbuja seguida de una crisis es que la deuda privada en Japón se estabilizó a un nivel todavía alto tras la crisis, y la demanda de crédito se agotó. Cuando el crédito dejó de crecer, también lo hizo Japón. La economía japonesa no pudo recuperarse tras la crisis porque, con un nivel de deuda tan alto, había muy poco apetito para un regreso al crecimiento basado en la deuda, y tampoco mucha capacidad para endeudarse —incluso con unos tipos de interés a cero—. Con el crédito o bien cayendo o bien en cifras negativas, una fuente vital

de demanda en la economía japonesa desapareció, mientras que todo intento de reducir la deuda por medios convencionales —pagando la deuda o mediante una bancarrota— reducía tanto el gasto que dejaba el ratio de deuda privada con respecto al PIB estancado en un nivel perjudicialmente alto.

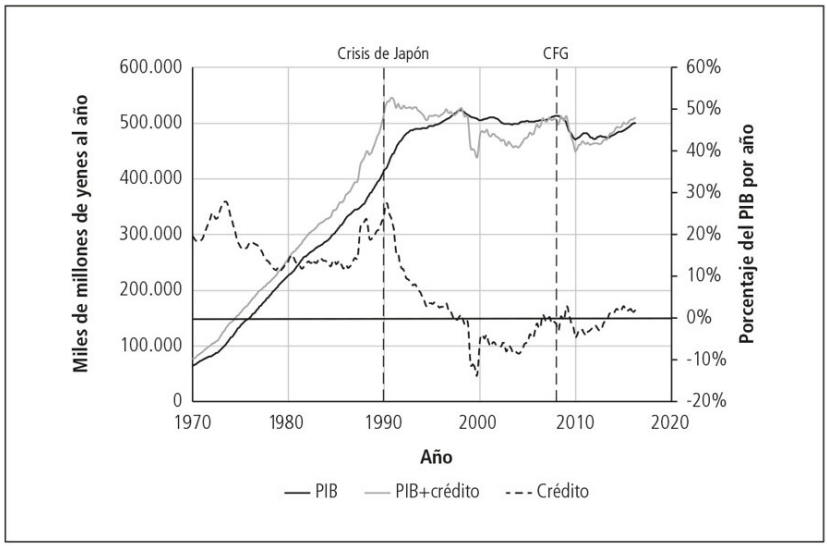


Figura 14

La pista del crédito en Japón

Tal como muestra la figura 14, la crisis de Japón comenzó en 1990 porque ese fue el momento en el que el crédito que había impulsado la Economía de la Burbuja dejó de crecer, y al final pasó a ser negativo. Si nos preguntamos: «¿Qué mató a la economía japonesa en 1990?», la figura 14 nos muestra la pista decisiva: el crédito.

[14] Bezemer (2009) menciona a otros doce economistas (incluyéndome a mí) que advirtieron de la crisis y tenían una

explicación para esta que iba más allá de una mera preocupación sobre la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos.

[15] Paul Ormerod, Rickard Nyman y yo hemos llevado a cabo recientemente un test de causalidad de Granger para comprobar empíricamente cuál es la dirección de la causalidad en las relaciones descritas, y el resultado obtenido es que la aceleración de la deuda hipotecaria causa los cambios en los precios de la vivienda, y no al revés.

[16] Por sus siglas en inglés, Reserve Bank of Australia. (N. del T.).

[17] Por sus siglas en inglés, First Home Owner Grant. (N. del T.).

04

# La pista decisiva: el crédito

El lector se preguntará cómo los economistas que estaban intentando comprender la repentina transición de Japón de motor económico a caso perdido pudieron pasar por alto una evidencia tan relevante como la presentada en la figura 14. La razón es que ni siquiera tuvieron en cuenta estos datos cuando buscaban pistas. Su enfoque de la investigación tenía más en común con el incompetente inspector Clouseau, el personaje cómico encarnado por Peter Sellers, que con sir Arthur Conan Doyle y Sherlock Holmes. Partiendo de una serie de proposiciones plausibles pero falsas, se cerraron a lo obvio.

La proposición falsa original, que se machaca para los estudiantes de primer año de Economía en la universidad, es que el dinero es solamente un «velo que cubre el trueque», y que todo aquel que crea que los cambios en la cuantía del dinero causan cambios en las cuantías «reales» —las cantidades físicas de mercancías que son producidas y consumidas en la economía— sufre una «ilusión monetaria». Los libros de texto de los economistas ortodoxos aseguran con absoluta seriedad a los economistas en ciernes que los precios absolutos no importan, y, por tanto, tampoco importa el dinero: todo lo que realmente importa son los precios relativos.

Se convence de esto a los detectives económicos novatos de la siguiente manera: se les pide que consideren un consumidor que puede comprar un conjunto particular de bienes, y a continuación se les pregunta qué cambiaría si todos los precios y sus ingresos se doblasen instantáneamente. «Nada, señor, seguiría comprando el

mismo conjunto de bienes» es la respuesta correcta —y cualquier reserva al respecto le haría objeto de burlas como un enfermo más de «ilusión monetaria»—. Desde entonces, los modelos ortodoxos de la economía se formulan en términos de precios relativos, en lugar de en términos monetarios, y el dinero mismo desaparece del análisis. En manos de verdaderos creyentes como Robert Lucas, la «ilusión de la ausencia de dinero por parte de empresas y consumidores» tiene como resultado un enfoque de la macroeconomía que niega papel alguno al dinero, aparte de causar inflación:

Es natural (para un economista) ver la correlación cíclica entre la producción real y los precios como el resultado de una demanda agregada volátil que sigue a una curva de oferta relativamente estable y con pendiente positiva. Este punto de partida lleva a una cierta paradoja, dado que la ausencia de ilusión monetaria por parte de empresas y consumidores parece implicar una oferta agregada vertical, que a su vez implica que las fluctuaciones en la demanda agregada de una naturaleza puramente nominal deberían llevar solo a fluctuaciones de precios. (Lucas, 1972, p. 52, la cursiva es mía).

Habiendo eliminado el dinero como una pista potencial en cualquier relato económico de misterio, el paso siguiente en el manual del detective económico ortodoxo es eliminar también del guion a los bancos. Los bancos, afirman, son simplemente «intermediarios» entre ahorradores y deudores: no juegan ningún papel activo ni en los préstamos ni en la creación de dinero. La proposición clave es que no hay ningún vínculo entre los préstamos y la cantidad de dinero existente en la economía: el nivel de deuda y la cantidad de dinero son independientes uno de otro: «Piénsese de la siguiente manera: cuando la deuda crece, no es la economía en su conjunto la que está pidiendo prestado más dinero. Es, más bien, algo limitado a aquellas personas menos pacientes —gente que por la razón que sea quiere gastar ahora en lugar de esperar— que piden prestado a personas más pacientes» (Krugman, 2012a, p. 147).

El corolario de esta postura es la afirmación de Bernanke cuando rechazó la explicación basada en el modelo deuda-deflación de Fisher para la Gran Depresión: que no hay ningún vínculo entre los préstamos y los cambios en la demanda agregada. Los préstamos —incluso por parte de los bancos— simplemente transfieren poder de compra de un agente a otro. Paul Krugman defendió firmemente esta idea en un debate que tuvo conmigo en 2012, acusando a aquellos que sostenían que los bancos son algo más que intermediarios de sufrir un «misticismo de los bancos»:

El sector bancario es donde la izquierda y la derecha se encuentran. Tanto los austriacos […] como los «minskenitas» ven los bancos como instituciones que están en cierta medida fuera de las reglas que se aplican al resto de la economía, como algo que tiene unos poderes únicos para el bien o el mal […]. Supongo que no lo veo de esa forma. Los bancos no crean demanda de la nada más que cualquiera que decida gastar más; y los bancos son solamente un canal que une a los prestamistas con los prestatarios. (Krugman, 2012c).

Este argumento casa mal con el tercer pilar del modelo ortodoxo del dinero, el modelo del «multiplicador monetario» de creación de dinero; pero como detectives algo confundidos, los economistas ortodoxos son muy capaces de sostener dos puntos de vista contradictorios a la vez.

El modelo del multiplicador monetario afirma que los bancos sí crean dinero al prestar, pero lo hacen respondiendo pasivamente a los controles públicos. En el modelo, el Gobierno crea dinero de reserva para los bancos, y los bancos atesoran una fracción de este dinero —conocida como «ratio de reserva obligatorio» o RRR—[18] y prestan el resto. Los prestatarios depositan a continuación este dinero recién creado en otros bancos, que repiten el proceso hasta que en última instancia la cantidad de dinero creada es igual a la creación original de reservas dividida por el RRR.

Dado que el RRR es sustancialmente menor de 1 —en el caso

estadounidense es de un 10 por ciento (O'Brien, 2007, p. 52)—, la cantidad de dinero creada mediante los préstamos bancarios, de acuerdo con este modelo, es un múltiplo de la cantidad de reservas creadas por el Gobierno. De manera que aunque, de hecho, los bancos crean dinero, es responsabilidad del Gobierno si se crea demasiado —o demasiado poco—, dado que es el Gobierno el que mueve los hilos. Esta era la base de la afirmación de Bernanke de que la Gran Depresión fue propiciada por la Reserva Federal (2000, p. 153),[19] y también del consejo que siguió el presidente Obama en 2009 de que la mejor manera de rescatar a la economía de la CFG era dar dinero directamente a los bancos, en lugar de al público (Obama, 2009).[20]

Por mucho que los economistas ortodoxos consideren plausibles estas proposiciones, ambas son falaces.

La primera proposición, que doblar precios e ingresos no cambia las magnitudes «reales» —y por «reales» los economistas se refieren a la cantidad de bienes y servicios producidos por la economía—, no sobrevive ni siquiera a un escrutinio superficial, una vez que aceptas el hecho innegable de que la deuda existe.

Dado que la deuda existe, algunos «agentes» serán deudores, y otros serán acreedores (con independencia de que esto implique deuda bancaria o deuda entre agentes no bancarios). Cuando «doblas todos los ingresos y todos los precios», ¿cómo afecta esto al precio del dinero, al tipo de interés? Para los deudores, es el coste del dinero, y para los acreedores, una fuente de ingresos.[21] Si lo doblas, entonces empeoras la situación de los deudores y mejoras la de los acreedores; y, como consecuencia de este cambio en la distribución de los ingresos, habrá cambios en la demanda y por lo tanto en la producción: las magnitudes reales de la economía cambiarán. Un cambio en el precio del dinero y en los ingresos monetarios puede tener, y de hecho tiene, «efectos reales». De manera que todos aquellos que afirman que los cambios monetarios tendrán efectos reales no están aquejados de «ilusión monetaria». Son los economistas ortodoxos los que están experimentando una «ilusión del trueque»: la creencia falsa de que el capitalismo puede analizarse sin considerar el papel del dinero.

La idea de que los bancos son «meros intermediarios» entre

ahorradores y deudores, que no hay vínculo entre los préstamos bancarios y la oferta monetaria, y que los bancos simplemente «multiplican» el dinero de los bancos centrales para crear nuevos préstamos y depósitos ha sido recientemente ridiculizada nada menos que por el Banco de Inglaterra, en el informe «La creación monetaria en la economía moderna»:

En la economía moderna, gran parte del dinero toma la forma de depósitos bancarios. Pero a menudo no se entiende bien cómo se crean esos depósitos: la principal manera es a través de bancos comerciales que otorgan préstamos. Cuando un banco otorga un préstamo, crea al mismo tiempo un depósito de igual cuantía en la cuenta bancaria del deudor, creando así dinero nuevo.

La realidad de cómo se crea el dinero en la actualidad difiere de las descripciones de algunos libros de texto de economía:

• En lugar de bancos recibiendo depósitos provenientes del ahorro de las familias y después prestándolos, son los préstamos bancarios los que crean depósitos.

• En épocas normales, el Banco Central no fija la cantidad de dinero en circulación, y tampoco el dinero del Banco Central se «multiplica» en nuevos préstamos y depósitos. (McLeay et al., 2014, p. 1, cursivas en el original).

La afirmación del Banco de Inglaterra de que «Cuando un banco otorga un préstamo, simultáneamente crea un depósito de igual cuantía en la cuenta bancaria del deudor, creando así dinero nuevo» nos lleva a un corolario fundamental: el dinero se crea mediante préstamos para luego gastarse —en bienes y servicios o en activos— y ese gasto contribuye al gasto agregado junto a aquel que está financiado por la circulación del dinero existente. La demanda agregada de la economía es por tanto la suma del dinero existente en circulación, más el crédito.[22]

Esta es la lógica detrás de la figura 14. Para medir de manera precisa el gasto bruto, se necesita añadir la circulación del dinero existente al crédito. Hay datos sobre el crédito, pero no sobre la circulación del dinero existente. Lo que se recoge es el PIB —el gasto agregado y los ingresos por la venta de bienes y servicios—, que es financiado en parte por la circulación del dinero existente, y en parte a través del crédito. No obstante, dado que hoy la inmensa mayoría del crédito financia la compra de activos (lo que no se incluye en el PIB), la suma del PIB y del crédito mide a grandes rasgos el gasto total en la economía.

Esto explica también por qué el nivel de deuda privada importa, como también importa su tasa de cambio. El filántropo estadounidense Richard Vague identificó una regularidad empírica significativa presente en todas las crisis económicas de los últimos ciento cincuenta años: la combinación de un ratio de deuda privada con respecto al PIB del 150 por ciento o más con un incremento en ese ratio a lo largo de un período de cinco años de un 17 por ciento o más (Vague, 2014). La razón de esta regularidad empírica es que el impacto de una ralentización en la tasa de crecimiento de la deuda depende de su magnitud y de su tasa de cambio.

Para apreciar esto, imagínese una economía en la que la deuda privada está creciendo al doble de rápido que el PIB —la deuda está creciendo a un 20 por ciento al año en términos nominales, y el PIB al 10 por ciento— y en la que el 100 por cien del crédito se emplea en la compra de activos, y no en la compra de bienes y servicios. Ignórese por el momento un posible efecto de retroalimentación entre el crédito y el crecimiento del PIB. ¿Qué sucede con el gasto agregado de bienes, servicios y activos si la tasa de crecimiento de la deuda baja al nivel de la tasa de crecimiento del PIB?

Si el PIB anual es de un billón de dólares, y el ratio de deuda es del 50 por ciento, entonces la deuda es de 500.000 millones de dólares y el crédito de ese año de 100.000 millones de dólares (el 20 por ciento de 500.000 millones de dólares). El gasto total es de 1,1 billones de dólares: un billón de dólares por la circulación del dinero existente, y 100.000 millones de dólares de crédito. Al año siguiente, si el PIB crece un 10 por ciento y el crecimiento de la deuda cae del 20 por ciento anual al 10 por ciento, la demanda

total será de 1,16 billones de dólares: 1,1 billones de dólares de PIB, y 60.000 millones de dólares de crédito (el 10 por ciento de 600.000 millones de dólares). Esto supone 40.000 millones de dólares menos de demanda proveniente del crédito que el año anterior, debido al incremento del PIB.

No obstante, si partimos de un ratio de deuda del 200 por ciento del PIB, entonces el gasto total en el primer año es de 1,4 billones de dólares —un billón de dólares de la circulación del dinero existente y 400.000 millones de dólares de crédito (el 20 por ciento de dos billones de dólares). Cuando el crecimiento del crédito baja al 10 por ciento el año siguiente, la demanda total pasa a ser de 1,34 billones de dólares: 1,1 billones de dólares de PIB y 240.000 millones de dólares de crédito (el 10 por ciento de 2,4 billones de dólares). Esto supone 60.000 millones de dólares menos de gasto que el año anterior —incluso aunque el PIB y la deuda hayan continuado creciendo—.

De manera que la esperanza expresada por algunos economistas de bancos centrales de que el nivel de deuda privada con respecto al PIB se estabilice sin que esto tenga consecuencias perjudiciales para la economía es simplemente falsa. Una vez que una economía tiene un nivel sustancial de deuda privada con respecto al PIB, y que ese ratio está creciendo más rápidamente que el PIB, una estabilización del ratio de deuda causará una seria recesión, incluso sin que se produzca una reducción de la tasa de crecimiento del PIB. Y por supuesto, en la práctica el crecimiento del PIB sí que cae, de manera que la regularidad empírica encontrada por Vague puede darse a niveles menores de los de este ejemplo hipotético.

Por tanto, el crédito es la causa de los booms y de las crisis en la economía global, y esta pista decisiva se puede encontrar en la escena del crimen de cada crisis económica; incluso en aquellas como las de España y Grecia donde las políticas suicidas de la eurozona son una causa adicional de la catástrofe económica. Los descensos recientes en las tasas de desempleo del sur de Europa, que son proclamados por la Unión Europea como señales del éxito de sus políticas de austeridad, son de hecho una consecuencia del aumento del crédito —incluso aunque este sea negativo, su más lenta tasa de disminución ha supuesto un incremento en la

demanda agregada—.

El crédito ha sido, por consiguiente, un auténtico «zombificador» de economías, convirtiendo economías antes florecientes en «muertos vivientes endeudados», después de excitantes pero insostenibles booms. Estos «zombis endeudados» se caracterizan por un nivel muy alto de deuda privada (más del 150 por ciento del PIB), por una demanda anterior a la crisis financiada a través de crédito (equivalente al 15 por ciento del PIB), y un ratio de deuda tras la crisis aún bastante alto, junto con una demanda basada en el crédito entre baja y negativa. Con una demanda financiada vía crédito mucho menor después que antes de la crisis, y una deuda privada aún obstinadamente alta, la demanda es menor, la tasa de crecimiento de sus economías es menor, y son vulnerables a cualquier intento de desapalancamiento financiero por parte del sector privado.

Esta es la causa real del estancamiento económico pos-CFG que Larry Summers, al igual que Alvin Hansen antes que él, denominó erróneamente «estancamiento secular» (Hansen, 1934, 1939; Summers, 2014). Como economista ortodoxo, Summers comparte la falsa ilusión de que la crisis financiera ha sido un fenómeno transitorio que ha sido resuelto, y que por tanto no puede explicar las débiles cifras de crecimiento actuales:

Han pasado más de cinco años […] desde la evidencia abrumadora de riesgo financiero sistémico. No obstante, Estados Unidos ha crecido solo de media un 2 % en los últimos cinco años, a pesar de haber salido de una situación de fuerte depresión […]

Si lo pensamos bien, estas pautas deberían sorprendernos. Si una crisis financiera representa una especie de corte de energía, uno esperaría que el crecimiento se acelerase tras su resolución a medida que aquellos que no podían añadir a la demanda por falta de crédito empiezan a hacerlo. (Summers, 2014, p. 30, la cursiva es mía).

Ciego a las explicaciones del tipo «crédito y deuda privada excesiva» para los males económicos que nos aquejan, Summers argumenta en primer lugar que el «límite inferior cero» a los tipos de interés ha impedido que el mercado recupere el pleno empleo:

¿Cómo podríamos explicar que el crecimiento permanezca anémico en ausencia de problemas financieros graves? Supongamos que un shock sustancial […] tendiese a aumentar la propensión al ahorro privado y a reducir la propensión a la inversión […] uno esperaría que los tipos de interés cayesen […] hasta que las tasas de ahorro e inversión se igualasen al nivel de producción de pleno empleo […]. Pero esto presupone flexibilidad plena de tipos de interés […]. Por tanto existe la posibilidad de que no haya ningún tipo de interés plausible que permita el equilibrio de ahorro e inversión a nivel de pleno empleo. (Summers, 2014, pp. 31-32, la cursiva es mía).

En segundo lugar, Summers supone que una ralentización del crecimiento demográfico y la innovación explican la menor tasa de crecimiento de la economía: «un menor crecimiento demográfico y posiblemente tecnológico supone una reducción en la demanda de nuevos bienes de capital para equipar a nuevos y más productivos trabajadores» (2014, p. 33). El crecimiento de la población ciertamente se ha ralentizado, y esto sin duda reduce la tasa máxima de crecimiento potencial. Pero la idea de que el crecimiento tecnológico per se es menor es tan convincente hoy como cuando la formuló Hansen en 1934 (1934, p. 11) —antes de la invención del avión a reacción, los ordenadores digitales y la energía nuclear—.[23] La causa real de toda disminución en el ritmo del cambio tecnológico es la misma de la disminución del crecimiento económico: la evaporación de la demanda sustentada en el crédito, y con ella la de una gran fuente de financiación para la innovación en el sector privado.

Contrariamente a lo que piensa Summers, la crisis financiera de Estados Unidos no ha terminado, porque el nivel de deuda privada sigue siendo alto. La deuda privada ha caído solo un 21 por ciento desde su máximo del 170 por ciento del PIB a comienzos de 2009, y

está cercana al 150 por ciento del PIB que Richard Vague identificaba como uno de los dos ingredientes de todas las crisis económicas pasadas. En cambio, la deuda privada cayó sustancialmente después de la Gran Depresión, y cuando comenzó la posguerra, era solo un 37 por ciento del PIB —una cuarta parte de su máximo alcanzado durante la Gran Depresión—.

Debido a que la deuda privada sigue siendo alta, la demanda basada en el crédito ha caído dramáticamente, desde un 12 por ciento del PIB para los cinco años anteriores a la CFG a solo un 3 por ciento de media desde 2011 hasta la actualidad. Estados Unidos está repitiendo los errores cometidos por Japón hace dieciocho años, dejando que la deuda privada campe por sus respetos e ignorando las burbujas de activos, y, después de la crisis, no reduciendo sustancialmente la deuda privada.

Japón se convirtió en el primer zombi endeudado cuando su Economía de la Burbuja estalló en 1990, con una deuda privada del 208 por ciento del PIB. El crédito supuso de media un 17,5 por ciento del PIB en los cinco años anteriores a la crisis, pero desde entonces ha caído al 0,5 por ciento del PIB. La deuda privada ha caído sustancialmente desde su valor máximo —del 221 por ciento del PIB en 1995 al 167 por ciento hoy—, pero aún está muy por encima del nivel pre-Burbuja, y se ha mantenido obstinadamente congelado en torno al 170 por ciento del PIB durante una década.

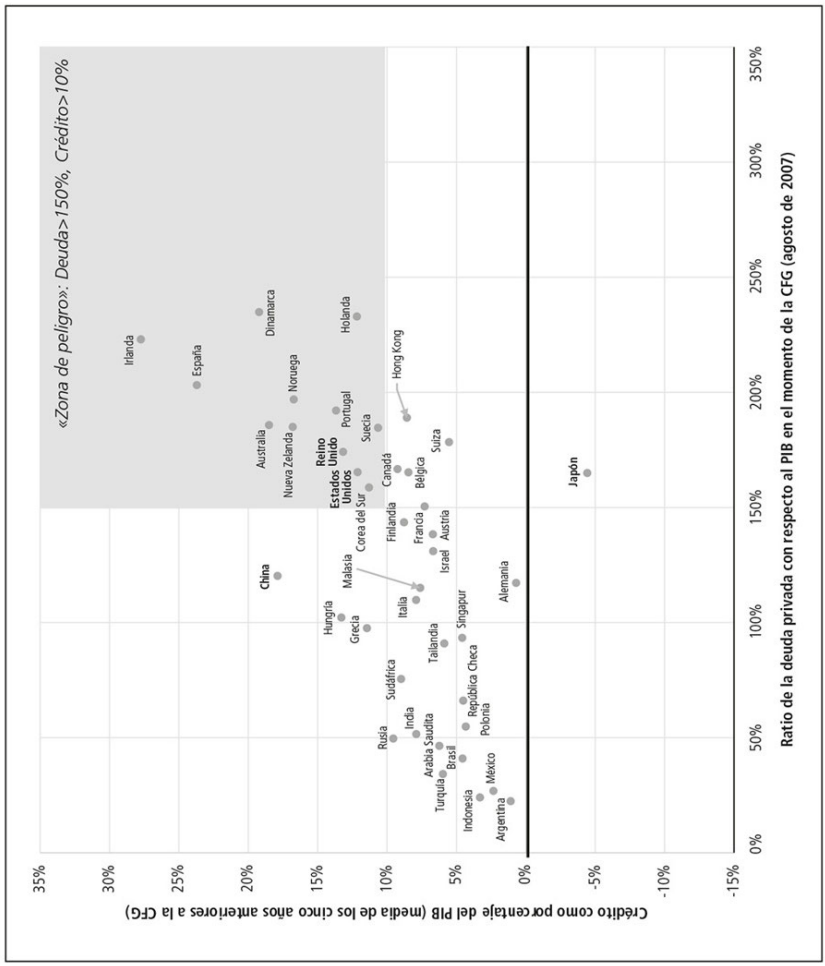


Figura 15

Niveles de deuda privada y tasas de crecimiento para los cinco años anteriores a la Crisis Financiera Global

Además de Estados Unidos, otros países se han unido a Japón en esta condición zombi, repitiendo su dudosa fórmula.

La figura 15 muestra el ratio de deuda privada para cada país de la base de datos del BIS cuando estalló la CFG, y los niveles de crédito

medios para los cinco años anteriores. La zona de peligro es el cuadrante superior derecho del gráfico, donde la deuda privada excede el 150 por ciento del PIB y el crédito está en el orden del 10 por ciento del PIB o más en los cinco años anteriores. Solo había dos vías de escape para un país que se encontrase inmerso en esta difícil situación (si ignoramos por el momento la tercera opción: llevar a cabo una política pública sensata): o bien retrasar la crisis asumiendo más deuda, y adentrarse más en la zona de peligro, o hundirse y salir de la zona de peligro por medio de una crisis que reduzca drásticamente la demanda de crédito para todo el mundo.

Por orden alfabético, los otros países que se convirtieron en zombis endeudados, además de Estados Unidos, son Dinamarca, España, Holanda, Irlanda, Nueva Zelanda, Portugal y el Reino Unido. El nivel medio de deuda privada para estos siete países cuando se produjo la CFG era del 207 por ciento del PIB, y la media de crédito para los cinco años anteriores a la crisis era del 18 por ciento del PIB. Desde la crisis, sus niveles de deuda han caído solo marginalmente a una media del 204 por ciento, y la media de crédito en los últimos cinco años ha sido de menos 1 por ciento.

No obstante, aunque el colapso del crédito es la causa real de sus crisis económicas, la narrativa política en cada país ha identificado un culpable distinto. La práctica habitual ha sido atribuir a un síntoma de la crisis —la explosión del gasto público— la causa de esta. En ningún otro sitio ha sido más exitosa esta maniobra de distracción que en el Reino Unido.[24]

El gran éxito del Partido Conservador en el Reino Unido ha sido convencer a los votantes, a gran parte de los medios e incluso a su principal rival, el Partido Laborista, de que la recesión de 2008 fue causada por los déficits generados por el Gobierno laborista de entonces. El programa del Partido Conservador para 2015 describía la recesión de 2008 como «Gran Recesión Laborista», y alegaba que la economía se recuperó gracias a que el Gobierno conservador había reducido el déficit a la mitad desde que llegó al poder:

Hace cinco años, Gran Bretaña estaba tambaleándose como consecuencia del caos generado por la Gran Recesión Laborista; en

2014 éramos la economía grande que más crecía […]. Hace cinco años, el déficit presupuestario era superior al 10 por ciento del PIB, el mayor en tiempo de paz de toda la historia, y la deuda nacional estaba fuera de control. Hoy, el déficit se ha reducido a la mitad y la deuda como porcentaje del PIB comenzará a descender este año fiscal. (Partido Conservador, 2015).

En lugar de cuestionar esta narrativa —señalando, por ejemplo, que la recesión era un fenómeno global, y que por tanto el Gobierno británico no podía ser el único responsable—, el Partido Laborista la aceptó. Su programa electoral para las elecciones de 2015 repetía, ad nauseam, que si era reelegido, «reduciría el déficit cada año»:

Un Gobierno laborista reducirá el déficit cada año. La primera frase del primer presupuesto laborista será: «Este presupuesto reduce el déficit cada año». En este programa nos comprometemos a que solo presentaremos un presupuesto a la Cámara de los Comunes que reduzca el déficit cada año, algo que verificará la OBR[25] de manera independiente.

Reduciremos la deuda nacional y conseguiremos un superávit presupuestario tan pronto como sea posible en el próximo parlamento. Ratificamos en este programa que no llegaremos a ninguna componenda en esta cuestión. (Partido Laborista, 2015, la cursiva es mía).

Esto no era un programa electoral: era una confesión de culpabilidad. Pero, en realidad, de lo único que eran culpables los Gobiernos de Blair y Brown era de estar en el Gobierno cuando la apabullante tendencia al alza de la deuda privada en el Reino Unido iniciada en 1981 se quebró.

Solo se ha sido consciente de hasta qué punto esa tendencia era insostenible gracias al Banco de Pagos Internacionales y al Banco de

Inglaterra a través de su publicación «La recesión del Reino Unido en contexto: ¿qué nos dicen tres siglos de datos?» (Hills et al., 2010). Lo que nos dicen estos datos con rotundidad es que la burbuja de la deuda privada en el Reino Unido entre 1980 y 2008 no tenía precedentes históricos. La deuda privada, que nunca ha excedido del 75 por ciento del PIB en la historia de Inglaterra, creció del 60 por ciento del PIB a finales de la década de 1970 hasta el 127 por ciento del PIB en 1991, y después a un máximo del 197 por ciento del PIB a mediados de 2009.

Por lo tanto, si hay un político que merece ser declarado culpable por la recesión de 2008 no es Gordon Brown, sino Margaret Thatcher. Al poco de comenzar su mandato como primera ministra, el ratio de deuda privada con respecto al PIB, que no había mostrado ninguna tendencia discernible en el siglo precedente, comenzó a aumentar al triple de velocidad que en Estados Unidos (véase la figura 16). La defensa por parte de Thatcher de la desregulación financiera no generó innovación capitalista, sino préstamos especulativos por parte de la City de Londres, que se montó en este «cohete de deuda» hasta convertirse en la fuerza política y económica dominante en el Reino Unido (y desencadenó la burbuja inmobiliaria de Londres, que sigue castigando a la sociedad británica en la actualidad).

Este auge de la deuda tenía que terminar, y para cuando alcanzó su valor máximo, el ratio de la deuda era 3,3 veces el nivel de 1980. En comparación, el ratio de deuda privada en Estados Unidos cuando su nivel de deuda alcanzó su máximo era de «solo» 1,75 veces su nivel de 1980. La suma de PIB y crédito alcanzó su valor máximo en marzo de 2008, y comenzó a caer en abril de 2008. Esta es la fecha oficial del comienzo de la recesión de 2008 en el Reino Unido.

Lejos de causar la recesión de 2008, el déficit público en el Reino Unido —y déficits públicos similares en todo el mundo (incluso en Alemania)— amortiguó el golpe provocado por el colapso de la demanda financiada a través del crédito. El incremento del gasto público en el momento en que estalló la crisis estaba implícito en el sistema fiscal del Reino Unido: con unos ingresos públicos basados en gran medida en impuestos directos, y el gasto público

determinado en gran parte por el desempleo, un descenso de los ingresos fiscales unido al aumento del desempleo llevó al déficit en las cuentas públicas. La dirección de la causalidad, por tanto, va del crédito al empleo, y del empleo al gasto público —y no al revés—. La deuda pública, que, a grandes rasgos, había estado cayendo como porcentaje del PIB desde finales de la Segunda Guerra Mundial, aumentó como consecuencia del colapso de la demanda basada en el crédito.

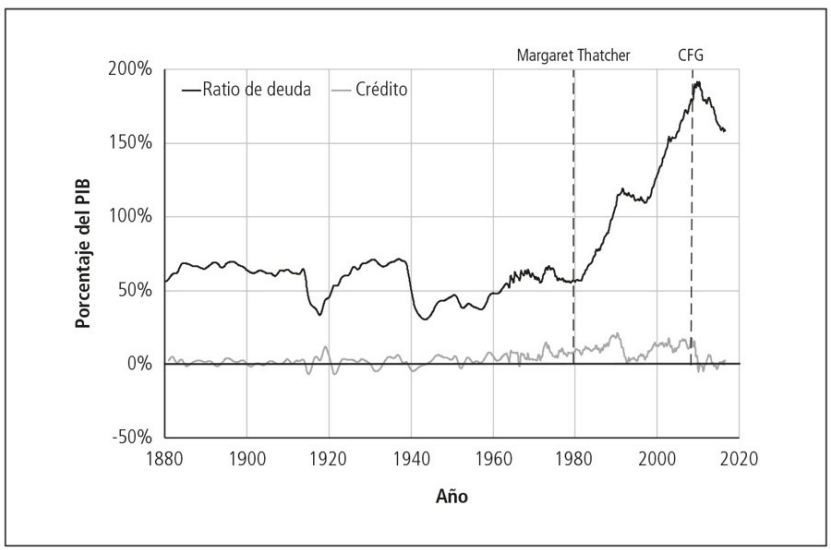


Figura 16

Deuda privada en el Reino Unido desde 1880

El aumento del gasto público, a su vez, atenuó la severidad de la crisis económica —como ya había pasado en su momento en Japón —. El gasto público proporcionó a las empresas y a las familias una fuente alternativa de flujos de liquidez con los que pagar sus deudas. Sin el gasto público el desempleo habría sido mucho mayor, como ocurrió durante la Gran Depresión y ocurre ahora en la eurozona. Con gasto público, el desempleo creció igualmente, pero no a los niveles catastróficos de la Gran Depresión, o del

estrangulamiento al estilo Tratado de Maastricht al que están siendo sometidas las economías del sur de Europa.

En la actualidad, en las postrimerías de su burbuja de deuda, la demanda de crédito en el Reino Unido es anémica. Esto, y no el déficit público, es la causa de que la economía británica esté estancada.

Hay todavía unas pocas economías en las que el crecimiento es estimulado por el crédito. Pero muchas de ellas experimentarán su «momento Minsky» y se unirán a los muertos vivientes endeudados en los próximos años, en las narices de los inspectores Clouseau de la mayor parte de los bancos centrales, que continúan ignorando el papel de la deuda privada en la economía. Estos zombis endeudados futuros son países donde los niveles de deuda privada son altos, y están creciendo mucho más que el PIB nominal. Se han hecho muy dependientes del crédito para sostener los niveles actuales de demanda e ingresos, y cuando el crédito caiga, su demanda doméstica se desplomará y sus economías entrarán en recesión. Esto afectará también al resto del mundo, dado que parte de su demanda de importaciones basada en el crédito se esfumará. Aunque ninguno de esos países es tan importante como Estados Unidos en términos de su porcentaje del PIB global, el más relevante de ellos (China) es más de la mitad del tamaño de Estados Unidos, y sumados todos son el equivalente a Estados Unidos.

Predecir cuándo se producirá una crisis de deuda es imposible, dado que, tal como Australia demostró en 2008, una crisis puede ser aplazada una década si se puede engatusar al sector privado para que continúe endeudándose. Pero, tal como Australia ha demostrado también, esto solo lleva inevitablemente a más apalancamiento. Dado que esta situación no puede durar eternamente, una crisis es inevitable. A partir de los dos indicadores de (a) el ratio de deuda con respecto al PIB y (b) el crédito medio en los últimos cinco años, es fácil identificar qué países son susceptibles de sufrir una crisis de deuda en el futuro. Se trata de los países del cuadrante superior derecho de la figura 17, que actualiza la figura 15 hasta marzo de 2016, la fecha más reciente para la que había datos disponibles cuando este libro fue finalizado, en septiembre de 2016.

Los candidatos más sobresalientes a futuros zombis endeudados son Irlanda, Hong Kong y China.[26] Los restantes países que reúnen ambos requisitos para una crisis de deuda —un nivel alto de deuda, y un papel sustancial del crédito como fuente de demanda en los últimos cinco años— son (por orden alfabético) Australia, Bélgica, Canadá, Corea del Sur, Noruega y Suecia. Países que están rozando el límite —cumplen un requisito, pero no el otro— son Holanda y Suiza (con una deuda por encima del 200 por ciento del PIB y un crédito moderado de alrededor del 5 por ciento del PIB anual en los últimos cinco años), Finlandia, Francia y Nueva Zelanda (deuda por encima del 175 por ciento del PIB y crédito de alrededor del 5 por ciento del PIB), y Malasia, Singapur y Tailandia (deuda por encima del 125 por ciento del PIB y crédito por encima del 10 por ciento del PIB).

Los únicos países que no son ni zombis endeudados ni víctimas potenciales en el futuro inmediato son Austria y Alemania entre las economías avanzadas y Argentina, la República Checa, Hungría, India, Indonesia, Israel, México, Polonia, Arabia Saudita y Sudáfrica entre los países emergentes. Brasil, Rusia y Turquía están en el límite, dado que aunque sus ratios máximos de deuda están muy por debajo de la zona de peligro, sus tasas de crecimiento de la deuda en años recientes ha sido alta, lo que los hace vulnerables a una desaceleración en la tasa de crecimiento de la deuda privada.

China por sí sola supone un 16 por ciento del PIB global y un 22 por ciento de la deuda privada global, por lo que si entrase en crisis el impacto sobre el resto del mundo sería significativo.[27] Juntos, estos diecisiete países vulnerables suponen el 28 por ciento del PIB global, frente al 29 por ciento de Estados Unidos, y el 37 por ciento de la deuda privada global, frente al 32 por ciento de Estados Unidos cuando estalló la CFG. Aunque todo este grupo no experimente una crisis al mismo tiempo, su transición de economías en pleno crecimiento alimentado por la deuda a miembros adicionales del club de los zombis endeudados ralentizará el crecimiento en estas economías moribundas.

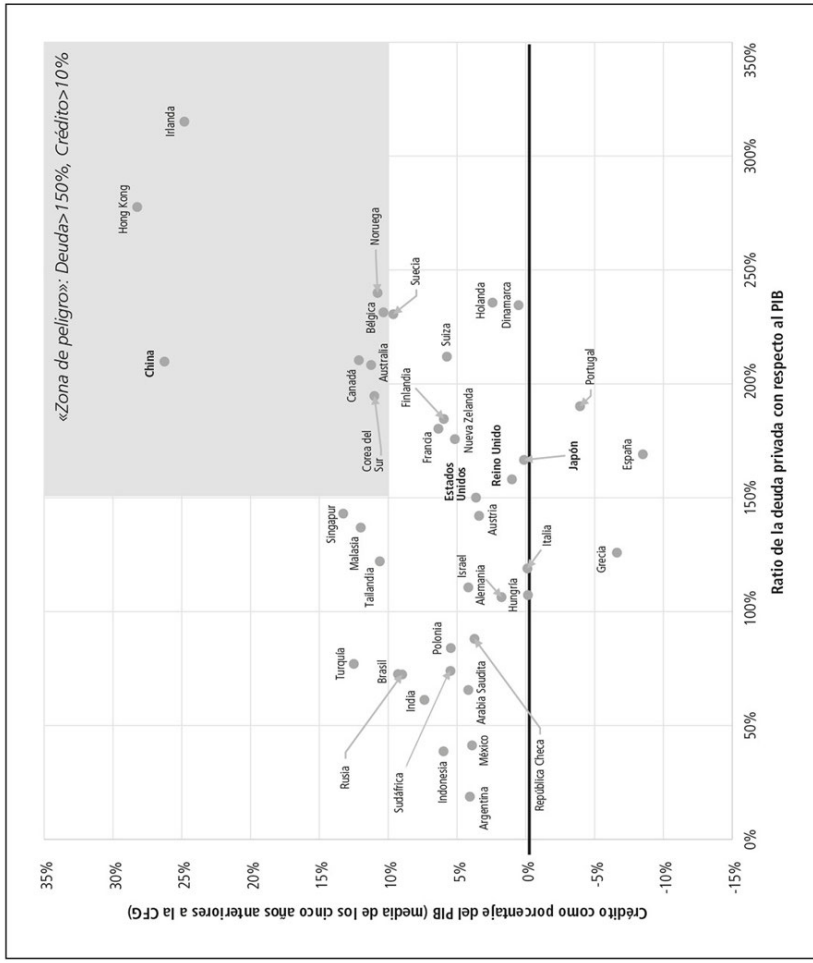


Figura 17

Niveles de deuda privada y tasas de crecimiento para los últimos cinco años

El mayor y más interesante de estos potenciales zombis es, por supuesto, China. Cualquier crítica a la situación económica de China debe ser atemperada por el reconocimiento de su extraordinario progreso económico en los últimos treinta años. El abandono del experimento socialista chino y su adopción de la «vía

capitalista» bajo Deng Xiaoping transformó a China de un país campesino pobre en una próspera economía industrial. Tuve la suerte de visitar China en el comienzo mismo de su transformación, en 1981-1982, y de ver la zona de libre comercio de Shenzhen. Los gestores de la zona estuvieron encantados de explicarme su estrategia de crecimiento.

Esta estrategia se basaba en explotar el enorme diferencial en salarios entre los trabajadores chinos y los occidentales, una estrategia no muy distinta a las de todas las zonas de libre comercio del resto de Asia, que ya eran por entonces de lo más habituales. Lo que distinguía a Shenzhen era que las empresas occidentales tenían que tener un socio chino, y que el 50 por ciento de la propiedad del negocio tenía que ser transferida al socio chino en los primeros cinco años. La intención de los chinos era crear una clase capitalista y asegurar la transferencia de tecnología occidental a los hombres de negocios e ingenieros chinos. Yo tenía mis reservas acerca de otros aspectos del intento de modernización chino, pero confiaba en que este enfoque funcionaría.

Y vaya si lo hizo. China creció rápidamente, importando tecnología occidental avanzada para sus fábricas orientadas a la exportación, transformando a sus campesinos en obreros industriales y promoviendo la inversión sobre el consumo. Como resultado de todo ello, el nivel de vida de la mayoría de su población ha aumentado extraordinariamente a lo largo de los últimos treinta años, y los problemas a los que se enfrenta China hoy se derivan de un excesivo éxito capitalista, no de un estancamiento socialista.

El desafío a la estrategia de crecimiento de China viene del hecho de que el motor de crédito que ha alimentado el crecimiento occidental se ha parado. La tasa de crecimiento nominal de China cayó abruptamente, de más de un 20 por ciento anual a menos del 10 por ciento, y un gigantesco éxodo de trabajadores industriales desempleados comenzó a regresar al campo.

El potencial que esto suponía para generar inestabilidad política era inmenso, y ante ello el Gobierno chino hizo lo que los Gobiernos occidentales no podían hacer: ordenó a sus bancos —que, en cualquier caso, eran en gran medida públicos— que otorgasen fuertes préstamos a promotores inmobiliarios locales. Y vaya si lo

hicieron: el crédito creció de un 15 por ciento del PIB a un 40 por ciento en solo un año (véase la figura 18). Este gigantesco incremento de la demanda financiada vía deuda, junto con un enorme programa público de gasto en infraestructuras, compensó de sobra el repentino colapso de los mercados exportadores de China. Comenzó así el mayor boom financiado vía crédito de la historia de la humanidad, y la economía despegó al increíble ritmo al que crecían los bloques residenciales en las ciudades chinas. Esta política no solo revirtió el éxodo de mano de obra desde las ciudades costeras, sino que atrajo grandes importaciones; especialmente de países exportadores de maquinaria como Corea del Sur, y de países ricos en materias primas como Australia y Canadá. De esta manera, el boom chino atenuó significativamente la severidad de la Crisis Financiera Global para gran parte del resto del mundo.

Pero todo esto tuvo un precio inevitable: una explosión del ratio de la deuda privada de China con respecto al PIB, que creció desde un relativamente bajo 120 por ciento del PIB cuando estalló la crisis de 2008 a un 210 por ciento del PIB en marzo de 2016. La eficacia del estímulo crediticio sobre el crecimiento del PIB, además, disminuyó rápidamente. El crecimiento nominal del PIB se disparó de un 8 por ciento anual a casi un 20 por ciento en 2012 cuando comenzó la burbuja de crédito, pero desde entonces ha caído incesantemente hasta solo un 6,5 por ciento en la actualidad.[28]

Esta burbuja tiene que estallar: el crecimiento de la deuda a esta tasa anual y desde el nivel que ha alcanzado es insostenible, incluso en un país que es aún en gran medida una economía dirigida. Muchos comentaristas destacan las características peculiares del sistema chino y dicen que las consecuencias serán distintas en el caso de China: la deuda será amortizada, los bancos públicos o controlados por el Estado seguirán estando dispuestos a prestar y no se dejará que quiebren, y así sucesivamente. Pero lo que no se podrá evitar es que el empuje a la demanda vía crédito disminuya, lo que a su vez supondrá una caída sustancial en la demanda agregada y en los ingresos (y las ganancias de capital), algo que solo podría ser contrarrestado mediante un aumento sustancial del gasto público.[29]

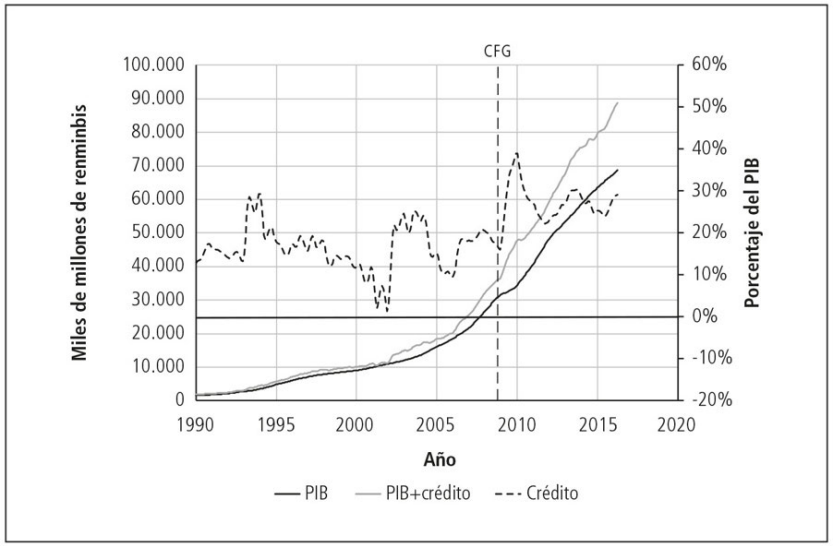


Figura 18

Crédito y PIB en China

Este es el dilema al que se enfrenta China, y, de hecho, todos los potenciales zombis: la única manera de evitar una caída sustancial de la demanda agregada (y, por tanto, una recesión) a partir exclusivamente del comportamiento del sector privado es que la deuda privada continúe aumentando más rápidamente que el PIB. Pero en un mundo en que la deuda requiere de pagos de intereses, en algún punto el coste del servicio agregado de la deuda excederá del ingreso disponible para pagarlo.

Esa misma dinámica tendrá lugar en aquellos países que, como China, se han hecho adictos al crédito. Se enfrentan al dilema del yonqui, elegir entre el síndrome de abstinencia ahora o continuar inyectándose crédito y experimentar un bajón mayor más adelante. China es sin duda el país más grande enfrentado ahora mismo al dilema del yonqui de la deuda. Pero no le falta compañía.

Cuando estos países se den de bruces con la muralla del crédito, un

subproducto de sus colapsos económicos será el final de las carreras de sus líderes políticos.

■

[18] Por sus siglas en inglés, required reserve ratio. (N. del T.).

[19] «Los datos monetarios para Estados Unidos son bastante impresionantes, y tienden a confirmar la aguda crítica a las políticas de la Reserva Federal realizada por Friedman y Schwartz […]. La causa inmediata de la disminución del M1 fue la contracción sistemática del ratio de la base con respecto a las reservas, lo que reforzó en lugar de compensar la caída del multiplicador monetario. Esta contracción […] implica que hay que atribuir a la Reserva Federal parte de la culpa de la ralentización relativamente temprana (anterior a 1931) en los agregados monetarios mundiales».

[20] «Y aunque hay muchos estadounidenses que, comprensiblemente, piensan que el dinero del Gobierno estaría mejor gastado si se entregase directamente a familias y empresas en lugar de a los bancos —"¿dónde está nuestro rescate?", preguntan —, lo cierto es que un dólar de capital en manos de los bancos puede suponer ocho o diez dólares en préstamos a familias y empresas, un efecto multiplicador que en última instancia puede llevar a una tasa de crecimiento mayor».

[21] La misma observación puede hacerse para el precio de las demás mercancías. Pero la cuestión es que se está empleando en estos casos el dinero como «vara de medir», y solo puede afectar igualmente a precios e ingresos al doblarlos en términos monetarios si el dinero no es costoso —si es simplemente una mera señal que en sí misma no genera ingresos ni costes— y si la gente atesora solo cantidades triviales del mismo, y no lo intercambian per se unos con otros por un precio monetario. Esto sería así si y solo si el dinero es «puramente fiduciario» —una señal expedida por alguna entidad no mercantil (como el Gobierno)— y no se acumula, o se presta entre agentes a cambio del pago de intereses. Ninguno de estos supuestos es cierto: el dinero es en parte fiduciario (creado por

el Gobierno) y en parte crediticio (creado por los bancos), y, además, el dinero se acumula, y se presta a interés entre los agentes.

[22] Para los detalles técnicos al completo, véase www.profstevekeen.com/crisis/demand.

[23] Hay una causa real que puede provocar una ralentización potencial del crecimiento económico que no era relevante cuando escribía Hansen: el declive de la producción de energía por unidad de insumo energético (conocido como «tasa de retorno energético», o EROEI, por sus siglas en inglés) debido a la menor disponibilidad de petróleo, y a la transición de los combustibles fósiles a las energías renovables (véase https://es.wikipedia.org/wiki/Tasa_de_retorno_energético). Pero esto no forma parte de las ideas de Summers, dado que la economía neoclásica no reconoce ningún papel a la energía en la producción —y tampoco ningún otro enfoque económico hasta el momento—. Una discusión sobre este tema va más allá del alcance de este libro, pero véase www.forbes.com/sites/stevekeen/2016/08/19/incorporating-energy-into-production-functions.

[24] El perfil de los otros países identificados como zombis endeudados se encuentra en la página web de este libro, www.profstevekeen.com/crisis.

[25] Oficina de Responsabilidad Presupuestaria, u OBR, por sus siglas en inglés (Office for Budget Responsibility). (N. del T.).

[26] La situación de Irlanda podría ser un subproducto de su sistema fiscal y de su metodología contable con respecto al PIB (véase www.irishtimes.com/business/economy/do-not-be-fooled-by-bizarre-finction-of-cso-growth-figures-1.2719555). Los datos de Hong Kong son muy peculiares: la deuda de las familias es menos de una tercera parte de la de las empresas, que, a un 210 por ciento del PIB, es mayor que toda la deuda privada exceptuando el sector financiero de la mayoría de los países. Sus circunstancias políticas y su posición como gran puerto franco podrían implicar que su deuda se asigna a empresas domiciliadas ahí, pero que la carga financiera realmente no recae sobre las espaldas de la economía de Hong Kong.

[27] Aquí «global» se refiere al PIB combinado (en dólares estadounidenses) de los cuarenta y un países de la base de datos del BIS.

[28] Confío más en los datos nominales de China que en los «reales», dado que estos últimos son fácilmente manipulados con los índices de precios.

[29] Hay un elemento adicional potencialmente favorable en el caso de China: el hecho de que sus bancos «privados» estén en parte en manos del Estado y en gran medida dirigidos por el Estado significa que pueden funcionar como una extensión del Banco Central, e ignorar la incapacidad de los prestatarios de pagar sus deudas —convirtiendo de hecho el dinero crediticio en dinero fiduciario—. Esto puede estar detrás de la evidencia anecdótica de que los bancos chinos están financiando programas de infraestructura en todo el mundo en desarrollo —y, de esta manera, proporcionando exportaciones a las empresas chinas y trabajo a trabajadores chinos que de lo contrario estarían desempleados—.

**05**

# La economía política de la deuda privada

Ya he señalado que Margaret Thatcher es la mayor culpable de la «Gran Recesión Laborista», como los tories denominaron a la versión británica de la CFG. Aunque había dejado la política mucho antes del estallido de la burbuja de la deuda privada, esta empezó claramente cuando ella gobernaba, y gracias a las políticas que defendía. Se suponía que sus «reformas» liberarían las fuerzas creativas del capitalismo, pero en lugar de ello lo que liberaron fue la capacidad para crear crédito de la City de Londres, y pusieron en marcha la burbuja que disparó hasta el infinito los precios de los activos mientras privaba a la industria británica del capital necesario para su desarrollo.

No obstante, el oprobio político no le tocó a Thatcher, sino al partido gobernante cuando estalló la burbuja de deuda —el Partido Laborista de Gordon Brown—. El déficit público que unos astutos políticos hicieron pasar como causante de la crisis fue de hecho una consecuencia de esta, y sirvió en realidad para atenuar la crisis, no para causarla. Pero esta realidad no afectó al ciclo político: los laboristas perdieron las elecciones de 2010, y fueron humillados en la campaña de 2015 cuando, ingenuamente, aceptaron como un hecho lo que había sido fruto de las argucias políticas de sus rivales.

Es probable que les espere un destino parecido a los nuevos primeros ministros de Canadá y Australia, Justin Trudeau y Malcolm Turnbull. Ambos países sufrirán una seria ralentización económica en los próximos años, dado que la única manera de mantener sus niveles de crecimiento actuales sería que la deuda

continuase creciendo más rápidamente que el PIB, tal como lo hace ahora: 3,8 por ciento de crecimiento anual para Canadá y 5,7 por ciento para Australia, frente a un crecimiento nominal del PIB de cero en Canadá y del 2 por ciento anual en Australia. Esto podría suceder, especialmente en Australia, donde su Banco Central podría fomentar una mayor especulación inmobiliaria, recortando los tipos de interés desde el (bastante inusual) 1,5 anual actual a la tasa cercana a cero que se aplica en la mayor parte de la OCDE. Pero una continuación de esta tendencia es muy improbable, por dos razones.

En primer lugar, si la tendencia continúa, entonces ambos países tendrán unos ratios de deuda con respecto al PIB superiores al 250 por ciento en 2020. Esto sería el nivel más alto de la historia de las grandes economías de la OCDE, y solo menor al del minúsculo Luxemburgo y el peculiar Estado vasallo de Hong Kong.

En segundo lugar, es probable que el sector empresarial de ambos países reduzca fuertemente sus niveles de endeudamiento en los próximos años, dado que el boom de exportaciones de minerales a China se ha terminado. Este desapalancamiento del sector empresarial contrarrestará cualquier aumento del apalancamiento en el sector inmobiliario, de manera que el incremento en el apalancamiento inmobiliario necesario para sostener sus burbujas será de un volumen impensable. Por ejemplo, si el ratio de deuda corporativa simplemente se estabilizase, entonces la deuda de las familias canadienses tendría que aumentar de un 96 por ciento a un 143 por ciento del PIB en 2020 para compensarlo. Australia, que ya tiene el mayor ratio del mundo de deuda de las familias con un 125 por ciento del PIB, necesitaría alcanzar un 170 por ciento. Simplemente, eso no va a suceder.

Por consiguiente, ambos países probablemente experimentarán una severa crisis económica antes de 2020 —y posiblemente en 2017—. La responsabilidad de la crisis se hará recaer en sus Gobiernos y sus políticas económicas, y en el caso de Canadá esto supondrá que la decisión de Trudeau, defendida durante su campaña electoral, de aumentar el déficit público, será considerada la culpable de la crisis.

Lejos de ser la causa de la crisis, el déficit de Trudeau de hecho amortiguará el golpe del colapso del crédito, cuando este se

produzca (mientras que el giro de Turnbull hacia la austeridad empeorará la crisis australiana). Pero la dinámica peculiar de la deuda es tal que un vistazo superficial a los datos lleva normalmente a pensar que un político que o bien pone en marcha o bien se beneficia de una burbuja de deuda es un buen gestor económico —capaz de traer prosperidad y al mismo tiempo de conseguir superávit en las cuentas públicas—, mientras que el político enfrentado a las consecuencias de la burbuja es acusado de ser un incompetente económico que ha generado una seria recesión, así como un déficit en las cuentas públicas.

Por esa razón el expresidente estadounidense Bill Clinton (demócrata), en un extremo del espectro político, y el ex primer ministro australiano John Howard (del conservador Partido Liberal australiano), en el otro extremo, son festejados erróneamente como buenos gestores económicos. En realidad, coincidió que ambos políticos llegaron al poder cuando una crisis previa inducida por la deuda privada había finalizado y había empezado a crecer una nueva burbuja, empujando a base de crédito el crecimiento económico y llenando los cofres del Gobierno con ingresos fiscales.

En el caso de Clinton, tomó las riendas del país justo cuando el sector empresarial había terminado su desapalancamiento tras la crisis de ahorros y préstamos. La deuda empresarial, que en gran medida financió la inversión (especialmente en telecomunicaciones), comenzó a crecer al mismo nivel que el PIB, mientras que la deuda de las familias empezó a aumentar. El efecto combinado de todo ello fue generar una demanda alimentada por el crédito y una inversión financiada con deuda que dio a Estados Unidos su último gran impulso tecnológico, con la expansión de las telecomunicaciones y el desarrollo paralelo de internet. La tecnología creada fue realmente transformadora. Pero esa tecnología y el crédito que la hizo posible llevaron a una euforia especulativa a medida que primero las empresas de telecomunicaciones y después las compañías puntocom adquirían un valor de mercado meteórico. Esta burbuja tenía que estallar, y así lo hizo poco después de que el índice de mercado por excelencia de las puntocoms, el Nasdaq, alcanzase su valor máximo en marzo de 2000.

Cuando la burbuja estalló, el endeudamiento de las empresas cayó una vez más, del 6 por ciento del PIB a menos del 1 por ciento. Pero poco después de que comenzase la caída de los empréstitos a las empresas, el endeudamiento del sector doméstico se aceleró vertiginosamente, del 5 por ciento del PIB anual en 2000 a casi el 10 por ciento anual de media entre 2003 y 2006.

Como consecuencia de ello, la crisis de las puntocoms de 2000 apenas afectó al crecimiento de la deuda privada. Mientras que el crédito agregado cayó a poco más del 2 por ciento del PIB en la recesión de la década de 1990, nunca cayó por debajo del 7 por ciento del PIB en la recesión de 2001. Desde ese mínimo relativamente alto, creció hasta un 15 por ciento del PIB en el momento álgido del boom de las hipotecas basura, a medida que los préstamos a las familias superaban a los préstamos a las empresas como la principal fuente de beneficios de los bancos. La deuda de las familias, que había sido de un tamaño similar a la de las empresas desde la década de 1950, creció hasta suponer 1,4 veces la deuda empresarial en 2005. Prestar dinero para especulación inmobiliaria se convirtió en la principal función del sector bancario privado.

Hacía mucho tiempo que Clinton había dejado el poder cuando se empezaron a sentir los efectos de su burbuja especulativa, así que podía pregonar sin pizca de ironía (tal como lo hace en la actualidad Hillary) un talento superior como gestor económico al de Bush hijo, bajo cuya presidencia se dejaron sentir finalmente los defectos fatales de la burbuja de crédito. Pero cuando llegó la crisis, Bush no era más culpable que Brown en el Reino Unido. Simplemente tuvo la desgracia de ser el presidente justo cuando el castillo de naipes del crédito se hundió.

La deuda, por tanto, juega un papel pernicioso en nuestro sistema político, al igual que en nuestra economía. Debido a que una burbuja de deuda privada en expansión estimula la demanda, el gobernante bajo cuyo mandato comienza la burbuja obtiene una reputación inmerecida como gestor económico eficaz. Cuando finalmente llega la crisis, la resultante explosión de gasto público deja al gobernante de turno con el sambenito de ser un mal administrador de las finanzas públicas. El sistema político

recompensa al político que es servil al crédito y pone en marcha un boom insostenible, y convierte en víctima al gobernante al que le toca enfrentarse a la crisis económica.

Pero los ciudadanos no pueden cometer estos errores sin la ayuda de la desinformación propagada por la profesión económica. Los economistas ortodoxos son los verdaderos culpables tanto de la crisis como de sus secuelas, dado que convencieron a los Gobiernos de la bondad del crédito, de que no hay que alarmarse ante el aumento de la deuda privada, de que un sector financiero mayor y políticamente más influyente es bueno para la economía y de que el Gobierno debe evitar los déficits.[30] Sus opiniones no concedían ningún papel al crédito en un sistema capitalista, pero, al estar recubiertas por el manto de la ciencia económica, eran escuchadas, mientras que herejes como Minsky, Goodwin, Godley y yo mismo éramos ignorados.

Los consejos ignorantes de la ortodoxia económica también están detrás de la percepción ingenua de los ciudadanos acerca de la economía, que los tories británicos explotaron tan bien para culpar al déficit público de la crisis de 2008. Un simple vistazo a los datos confirmaría que los superávits en las cuentas públicas coinciden con los buenos tiempos mientras que los déficits coinciden con los malos tiempos, así que los déficits deben ser responsables de las crisis, ¿no?

En realidad, estas ideas son tan erróneas como la observación de que el Sol se alza en el este y se pone en el oeste cada día, de manera que el Sol debe rotar alrededor de la Tierra. Solo los chiflados creerían algo así en la actualidad, pero hace quinientos años era la creencia popular y de los «expertos» sobre los cielos, los astrónomos ptolemaicos.

Hoy, pertrechada con la visión copernicana del universo, una persona normal y corriente puede hablar de «salida del sol» y «puesta de sol», y saber al mismo tiempo que la Tierra gira alrededor del Sol, y no al revés. Pero se necesitó desarrollar el modelo newtoniano para que esa idea fuese la norma. Por el contrario, en la economía, cuando los ciudadanos se ponen en manos de los expertos económicos, escuchan argumentos que refuerzan una percepción ingenua de los datos.

Los economistas ortodoxos han argumentado sin descanso —al menos hasta la crisis de 2008— a favor de una desregulación del sector financiero, y han desarrollado teorías económicas (como el teorema de Modigliani-Miller) que han defendido de hecho el crecimiento de la deuda financiera. Cuarenta años de neoliberalismo —con su economía neoclásica disfrazada de filosofía política— han transformado la economía global de tal manera que sobre el papel se parece mucho al mundo modélico de un libro de texto de primero de Economía. Los mercados financieros han sido desregulados, los sindicatos han sido destruidos, los aranceles se han reducido en todo el mundo, la competencia se ha introducido en servicios básicos como la salud, la educación y el transporte.

Se trata de un mundo que se supone que debía funcionar como un reloj. En lugar de eso, funcionó bastante mal (comparado con el mundo más regulado de las décadas de 1950 y 1960), y el reloj dejó de funcionar cuando llegó la Crisis Financiera Global, porque este mundo modélico de las fantasías neoclásicas omitía elementos clave del mundo real que desgraciadamente no podían ser suprimidos del mundo real. El crédito importa, el mundo real siempre está lejos del equilibrio y muchas de las llamadas «imperfecciones» eliminadas por los reformadores neoliberales suprimieron efectos de retroalimentación que atenuaban la inestabilidad inherente al capitalismo.

Tras la crisis, incluso los defensores del neoliberalismo como el FMI están empezando a abandonarlo (Ostry et al., 2016). Pero el daño provocado no ha sido revertido. Gracias a su mala gestión, la economía global ha sido sobrecargada con un nivel de deuda privada que, basándome en las estadísticas reunidas aquí, no es solo algo sin precedentes desde finales de la Segunda Guerra Mundial, sino en toda la historia del capitalismo. Esto es evidente en la figura 16, que muestra la evolución de la deuda privada en el Reino Unido desde 1880; es también evidente en los datos históricos de deuda para Estados Unidos desde 1834 (véase la figura 19).[31]

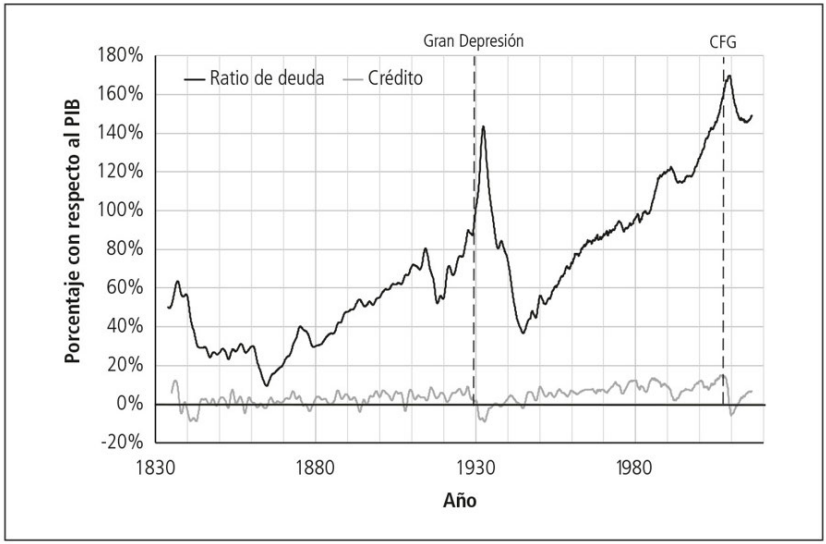


Figura 19

Deuda privada y crédito en Estados Unidos desde 1834

El Reino Unido y Estados Unidos han acumulado un nivel mucho mayor de deuda privada en el período de posguerra que nunca antes, y esto se podría decir que debilita en parte los argumentos de los progresistas —y los de Minsky a favor de un «Gran Gobierno»—. Minsky defendió que un «Gran Gobierno» era una forma de estabilizar una economía inestable, pero los datos históricos muestran que el Gran Gobierno, en última instancia, ha llevado a un mayor endeudamiento del sector privado que el que hubiese tenido lugar sin el efecto estabilizador de un aumento del gasto público durante las crisis. La famosa observación de Minsky de que «la estabilidad es desestabilizante» se aplica también a la política pública: un período extenso de tranquilidad económica —que es lo que el Gran Gobierno concedió al capitalismo tras la Segunda Guerra Mundial— favoreció una actitud laxa ante los peligros de una excesiva deuda del sector privado y de un sector financiero hinchado y demasiado poderoso.

Escapar de esta trampa no será fácil, no solo porque revertir los

errores del pasado es difícil, sino porque la influencia que las ideas económicas convencionales tienen sobre lo que se considera una política económica políticamente aceptable es demasiado fuerte. Dado que la crisis se debe fundamentalmente a una excesiva deuda privada, necesitamos hacer lo que sea necesario para reducir ese nivel de deuda privada, sin que en el proceso aplastemos la economía bajo el peso del crédito negativo. Pero no lo vamos a hacer, o al menos no deliberadamente.

■

[30] El mensaje clave era la «equivalencia ricardiana», que afirma que los déficits públicos actuales deben ser compensados por superávits más adelante, y que, sabiendo esto, los individuos responden a los déficits públicos ahorrando para pagar impuestos futuros. Debido a ello, el esperado efecto de estímulo de la economía de un déficit público es compensado a la perfección por una reducción del gasto del sector privado (Barro, 1996). Cuando los críticos le dijeron a Barro que una debilidad obvia de este argumento era que esos impuestos compensatorios podrían ser recaudados después de que el contribuyente actual hubiese muerto, este respondió con el extravagante argumento de que «una red de transferencias intergeneracionales hace que la persona típica sea parte de una familia extensa que se prolonga hasta el infinito. En un entorno como ese, las familias capitalizan todo el conjunto de impuestos futuros, y, por consiguiente, hacen planes teniendo en cuenta un horizonte infinito» (Barro, 1989, p. 40). Economistas ortodoxos menos dados al autoengaño como Paul Krugman y Michael Woodford defienden la necesidad de déficits públicos durante las recesiones, pero el extremismo de Barro es el punto de partida ortodoxo.

[31] Esta figura combina datos de la Reserva Federal desde 1945 con dos series del Censo sobre deuda privada y préstamos bancarios que se retrotraen a 1834. Los datos del Censo han sido normalizados a niveles de la Reserva Federal, empleando solapamientos sustanciales entre las series para asegurar que esta práctica esté justificada.

**06**

# La conclusión de un cínico

Es poco probable que los mecanismos del mercado por sí solos reduzcan el ratio de deuda con respecto al PIB, en gran medida por la paradoja de Fisher, planteada por Irving Fisher durante la Gran Depresión: en un entorno caracterizado por el desapalancamiento de la deuda unido a deflación, «cuanto más pagan los deudores, más deben» (Fisher, 1933, p. 344, la cursiva es mía). Así como la creación de deuda neta crea dinero y añade a la demanda, las devoluciones netas de deuda destruyen dinero y detraen de la demanda. Esto reduce la actividad económica, especialmente en un entorno de baja inflación: el PIB nominal cae, y las ganancias netas de capital por ventas de activos pasan a ser negativas. El resultado es que el ratio de deuda con respecto al PIB solo cae ligeramente, si es que cae, a pesar de una importante reducción de la deuda nominal, porque el PIB nominal también se reduce al mismo tiempo.

La experiencia de Japón a partir de 1990 implica igualmente que la deuda del sector privado no se reducirá lo suficiente si la única medida es el gasto público. La deuda pública japonesa ha aumentado del 150 por ciento al 220 por ciento del PIB desde 2008, y no obstante la deuda privada ha permanecido estática alrededor de un 165 por ciento del PIB en ese período. Japón ha evitado una recesión gracias al gasto público, tal como afirma Richard Koo (2009), pero aún no ha escapado de la trampa de deuda privada en la que entró hace un cuarto de siglo.

La cantidad de gasto público necesaria para reducir la deuda

privada parece aceptarse únicamente durante crisis como la Segunda Guerra Mundial. El dinero es, en última instancia, nuestra forma precaria de movilizar los recursos existentes y permitir la creación de nuevos recursos, y cuando surge una amenaza existencial, nos olvidamos de la fragilidad del dinero y movilizamos y creamos esos recursos directamente: nadie en Gran Bretaña en 1940 defendió el principio de unas «finanzas sólidas» como una razón para no construir armas, cuando la alternativa era una invasión alemana. La deuda pública británica subió de un 44 por ciento del PIB ese año al 220 y luego al 340 por ciento del PIB al final de la guerra. Esto indirectamente permitió que la deuda del sector privado cayese del 70 por ciento del PIB al 30 por ciento, gracias al enorme incremento del gasto público —y al aumento del PIB nominal—.

Sin esa amenaza existencial, los déficits públicos serán probablemente como los que ha tenido Japón: demasiado pequeños, y demasiado proclives a ser retirados cuando la economía muestra signos de revitalización mientras los niveles de deuda privada permanecen demasiado altos. Esto es especialmente válido para la actualidad, dado que los niveles de deuda privada actuales son mucho más altos que al comienzo de la Segunda Guerra Mundial (la deuda privada en el Reino Unido en la actualidad es de un 160 por ciento del PIB, frente a solo un 70 por ciento antes del estallido de la guerra).

Si es probable que ni el mercado ni, indirectamente, la intervención del Gobierno reduzcan suficientemente la deuda privada, las únicas opciones son o bien una reducción directa de la deuda privada, o un incremento de la oferta monetaria que reduzca indirectamente la deuda. Entre el puñado de investigadores que han identificado correctamente la deuda privada como el problema central que aflige a la economía global en la actualidad (Bezemer, 2011a; Hudson, 2009; Keen, 2014; King, 2016; Mian y Sufi, 2015; Schularick y Taylor, 2012; Turner, 2016; Wolf, 2014; véase también Bezemer, 2010), Mian y Sufi (2015, capítulo 10) han abogado directamente por una quita de la deuda, mientras que Wolf (2014), Turner (2016) y King (2016) han propuesto lo que se conoce coloquialmente como «arrojar dinero desde un helicóptero» —emplear la capacidad de creación de dinero de los bancos centrales para inyectar dinero

directamente en las cuentas corrientes personales—.

Ambas propuestas, cada una a su manera, se enfrentan a objeciones legítimas. Una quita de la deuda parece favorecer a los deudores frente a los acreedores —y unas reacciones más bien negativas ante esta posibilidad en 2009 contribuyeron en gran medida al auge del Tea Party en Estados Unidos (Mian y Sufi, 2015, capítulo 10)—. «Arrojar dinero desde un helicóptero» no tiene esta limitación, pero tampoco tiene por qué reducir necesariamente el nivel de la deuda privada: simplemente diluye el efecto de la deuda impagada incrementando la oferta monetaria. La inyección de liquidez necesaria para hacer que la deuda privada vuelva a un nivel en el que la ralentización del crédito no cause una crisis —por debajo del 100 por cien del PIB— es enorme.

Yo sugerí unir ambos enfoques en lo que denominé «moderno jubileo de deuda»:[32] realizar una inyección directa de dinero en todas las cuentas bancarias privadas, pero exigiendo que su uso principal sea pagar deudas. Por tanto, la deuda será reducida de manera directa, como en la propuesta de Mian y Sufi, pero los deudores no serán recompensados en relación a los acreedores.

Claramente, esta propuesta es más fácil de plantear que de llevar a la práctica. La deuda de las familias es más fácilmente tratable que la de las empresas; muchos contratos de deuda tienen cláusulas que hacen difícil, si no imposible, la devolución temprana de esta, y la titulización de la deuda crea enormes campos de minas legales. Pero se trata por otra parte de un método más flexible que el remedio necesariamente legalista de Mian y Sufi, y podría intentarse a una escala mucho menor que la que sería necesaria con el enfoque del «dinero desde un helicóptero».

Por sí solo, un moderno jubileo de deuda no sería suficiente: todo lo que haría es volver a poner el reloj a cero para permitir el inicio de una nueva burbuja de deuda. En la actualidad, la creación de dinero privado es «un subproducto de actividades propias de un casino» (Keynes, 1936, p. 159), en lugar de lo que supuestamente era su función: la consecuencia de la financiación de la inversión corporativa y la actividad empresarial (Schumpeter, 1934, p. 74). Tenemos que detener la creación de burbujas de activos como consecuencia de los empréstitos bancarios, al mismo tiempo que

hacemos rentable que los bancos presten a compañías y empresarios.

Una enorme debilidad de nuestro sistema actual es que de hecho anima a los ciudadanos a que se endeuden: si dos personas con ingresos equivalentes compiten para comprarse una casa, el ganador es el que consigue un préstamo bancario mayor. Esto podría evitarse limitando los préstamos bancarios a algún múltiplo de la capacidad de generación de ingresos del activo a adquirir con el préstamo —digamos, por ejemplo, diez veces su renta anual (real o imputada)—. Si aplicamos esta regla (que denomino la regla PILL, o de Apalancamiento Limitado a Ingresos y Propiedad),[33] el mayor préstamo posible para comprar una propiedad determinada sería el mismo para todos los compradores potenciales, y el incentivo para compradores con ingresos equivalentes sería ahorrar más, no asumir mayores deudas.

Pero esta reforma por sí sola dejaría a los bancos sin un modelo de negocio rentable, y la tasa de crecimiento de la oferta monetaria se hundiría, especialmente teniendo en cuenta que los políticos y los ciudadanos están todavía fascinados con el mito de las «finanzas sólidas» que afirma que un Gobierno debería «vivir dentro de sus posibilidades», y no gastar más de lo que ingresa a través de impuestos. En realidad, como afirman correctamente los proponentes de la Teoría Monetaria Moderna (MMT)[34] (Wray, 2003), el Gobierno es la única institución social que no está constreñida por sus ingresos, porque es la única institución que «tiene su propio banco», el Banco Central. El gasto público puede ser financiado por medio de compras de bonos del Tesoro por parte del Banco Central, creándose dinero en el proceso. De esta manera, el gasto público puede exceder a los ingresos públicos sistemáticamente sin imponer una carga sobre la generación actual o las futuras generaciones.

Con independencia de lo que se piense sobre lo bien que el Gobierno gasta el dinero, cuando gasta más de lo que recibe vía impuestos, esto incrementa la cantidad de dinero en circulación, y eso a su vez financia la actividad del sector privado. La creencia de que las cuentas públicas deberían estar equilibradas a largo plazo es en la práctica la creencia de que los Gobiernos debían entregar su

papel como creadores de dinero a los bancos privados, y ya hemos visto lo competentes que han sido a ese respecto en las últimas décadas.

Los grupos de presión, como Dinero Positivo en el Reino Unido y el Instituto Monetario Americano en Estados Unidos, son muy conscientes de todo esto, defienden que se le quite a la banca privada la capacidad de crear dinero, y que ese derecho se circunscriba al Gobierno (o a una autoridad estatutaria independiente).[35] Los bancos seguirían teniendo un papel en este sistema, pero solo se beneficiarían arbitrando la diferencia entre los tipos de los préstamos y los tipos de los depósitos cuando prestan dinero depositado en cuentas de inversión (más que en cuentas de ahorro), o entre los tipos de los préstamos y los tipos de interés establecidos por el Banco Central si toman prestado directamente de este último.

Yo soy bastante favorable al espíritu que inspira estas propuestas, pero creo que van demasiado lejos: los beneficios derivados del arbitraje por sí solos no bastarán para animar a los bancos a prestar a los empresarios, que se quedarán tan huérfanos de fondos en el sistema propuesto como en el actual.

En la actualidad, los bancos tienen una razón muy legítima para no financiar a los empresarios. Lo más probable es que cuatro de cada cinco empresarios que financien se declaren en bancarrota, y el banco solo obtendrá ingresos del empresario superviviente. No es un modelo de negocios muy exitoso desde el punto de vista del crédito, aunque sí lo es para las empresas de capital riesgo. No obstante, la inversión de capital riesgo en empresarios no crea dinero, mientras que los préstamos bancarios sí lo hacen.

Podríamos unir los dos permitiendo préstamos participativos empresariales que permitiesen a un banco adquirir participaciones en lugar de dar un préstamo: la emisión de estos préstamos participativos empresariales daría al banco una participación accionarial en la empresa que financiase. Cuatro de cada cinco empresarios fracasarían igualmente, pero el banco obtendría una ganancia de capital del empresario que sobreviviese, además de ganar dividendos.

Tenemos también que aceptar que el capitalismo tendría crisis financieras incluso aunque todos los préstamos se realizaran de manera responsable. Tal como argumentó Minsky (y como demuestra mi sencillo modelo macroeconómico), puede seguir habiendo crisis incluso si toda la inversión tiene objetivos financieros, dado que el sistema financiero es «capaz de generar tanto señales que induzcan un deseo acelerado de invertir como de financiar esa inversión acelerada» (Minsky, 1969, p. 224). Los booms y las crisis están en la naturaleza del capitalismo. Por ello, podemos esperar que continúe la tendencia hacia un aumento del ratio de deuda privada con respecto al PIB, incluso en un sistema financiero reformado, tal como ocurrió con la deuda privada norteamericana desde 1945.

La única forma de contrarrestar esto es hacer que el ratio de deuda privada con respecto al PIB sea un elemento tan importante en la gestión de la economía como lo es ya la inflación y el desempleo, y emplear la capacidad estatal de creación de dinero como una herramienta de gestión macroeconómica específicamente dirigida a reducir la deuda privada cuando empieza a alcanzar un nivel peligroso —bastante por debajo del 100 por cien del PIB, y de los niveles a los que un sector financiero sin restricciones nos ha llevado en la actualidad—.

En mi opinión, estas reformas del sector bancario y de la gestión macroeconómica crearían un sistema bancario mejor, y una economía capitalista más estable y, al mismo tiempo, vibrante. Pero también creo que esas reformas, o cualquier cosa que se le parezcan, no tienen ninguna posibilidad de llevarse a cabo. ¿Qué hacer, entonces?

Lo primero que no tenemos más remedio que hacer es asumir las consecuencias de las dinámicas actuales de la deuda y el crédito. Los entre nueve y diecisiete países que he identificado como futuros zombis sufrirán crisis financieras en los próximos años, y acto seguido se unirán a los nueve países que ya son zombis endeudados tras sus propias crisis en 1990 (Japón) y 2008 (Estados Unidos, Dinamarca, Irlanda, Holanda, Nueva Zelanda, Portugal, España y el Reino Unido). Cuando eso ocurra, la mayoría de las economías mundiales estarán en dificultades debido a una deuda privada

excesiva, y el mundo experimentará el tipo de enfermedad económica que lleva afligiendo a Japón el último cuarto de siglo.

Escapar de esta trampa solo sería moderadamente complicado si se empleasen las políticas propuestas en este capítulo. Pero es muy poco probable que estas políticas sean siquiera discutidas en las antesalas del poder, por no hablar de que sean puestas en práctica, porque los que detentan el poder todavía son esclavos de la visión engañosa de la economía promulgada por los economistas ortodoxos.

Las políticas y las reformas del tipo de las sugeridas más arriba pasan por convencer a los políticos de que no se pueden fiar del consejo de los economistas ortodoxos, y de que es mejor que se arriesguen a adoptar políticas no convencionales. Incluso si se lograse eso, gran parte de la ciudadanía se opondría a esas políticas debido a que su mentalidad sobre la economía y la moral públicas ha sido moldeada por esa misma visión nada realista de la economía. Los ciudadanos consideran que la deuda bancaria es moralmente equivalente a las deudas entre individuos, en las que si no devuelves lo prestado el acreedor pierde. Esta visión errónea es fomentada por el modelo ortodoxo de los bancos, que ignora su papel como «fábricas de dinero» que pueden generar periódicamente, y de hecho lo hacen, una deuda excesiva, y los presenta más bien como «almacenes de dinero» que solo prestan lo que el público deposita en ellos.

Mientras ese modelo mantenga su influencia sobre los políticos y el público en general, las reformas más sensatas se enfrentarán a una batalla en terreno desventajoso —y eso sin contar con la resistencia del sector financiero, que por supuesto será enorme—. Ha habido más avances en conseguir que los economistas ortodoxos reconozcan que su visión del mundo es errónea de lo que yo esperaba cuando comencé mi campaña pública para reformar la ciencia económica hace más de una década (Blanchard, 2016; Kocherlakota, 2016; Romer, 2016). Pero se tardaría otra década antes de que estas reformas pudiesen aplicarse, aunque sea tentativamente, y dudo que las frágiles sociedades de Europa y América puedan superar otros diez años de estancamiento económico.

La parálisis política ha llevado a muchos ciudadanos a plantearse si es posible comerciar sin necesitar dinero estatal o bancario, a menudo en respuesta a sus dificultades económicas durante la crisis de 2008, cuando el crédito se agotó y los bancos exigieron sin previo aviso la devolución de sus préstamos. Sin la desventaja de tener que desaprender una falsa teoría económica, han llegado a comprender el funcionamiento del dinero mucho mejor que los custodios oficiales de nuestra oferta monetaria en los bancos centrales (con la honrosa excepción del Banco de Inglaterra: véase McLeay et al., 2014). En particular, algunos empresarios han asumido la observación de Minsky de que «en principio cualquier agente puede "crear" dinero; el único problema es que te lo "acepten"» (1986, p. 86), y han creado una serie de monedas paralelas.

Al carecer del estatus de un Gobierno como emisor fiduciario de dinero, o de una licencia bancaria para legitimar sus monedas a ojos de sus usuarios potenciales, estos emisores no bancarios de dinero privado necesitan algo distinto a la capacidad de recaudar impuestos en su moneda, o a la confianza que se deriva de ser un banco registrado. Las alternativas son usar mercancías valiosas como moneda, el trueque de bienes a valor de mercado utilizando monedas paralelas o un sistema de cifrado y almacenamiento que proporcione una seguridad y capacidad de almacenamiento equivalentes a las de un banco registrado.

La primera alternativa puede ser rechazada de raíz: a pesar del enorme número de «fanáticos del oro» en el mundo que se creen el mito de que en el pasado el oro era dinero (Graeber, 2011), no hay suficiente cantidad de ninguna mercancía valiosa como para que pueda emplearse como dinero, y no conozco ningún sistema monetario paralelo basado en una mercancía de ese tipo.

Sin embargo, sí que han existido sistemas basados en el trueque desde al menos 1991, cuando se creó Bartercard Australia.[36] Ahora opera en ocho países y produce seiscientos millones de dólares al año, en gran medida entre pequeños comercios y pequeñas empresas, con una unidad de cambio básica con valor de una unidad monetaria local del país en el que opere. Uno de los últimos sistemas de este tipo, IEX Global,[37] está diseñado para

permitir que individuos con alto poder adquisitivo y grandes corporaciones comercien de manera segura sin dinero. Se requiere que los participantes pujen por activos o servicios con un valor mínimo (evaluado de manera independiente) de un millón de dólares (o su equivalente en la divisa local), y emite «VBonds» negociables que pueden usarse para comprar cualquier activo o producto incluido en una lista de bienes a la venta en la bolsa de valores de IEX.

El bitcóin es la moneda virtual más conocida, cuya idea esencial es trascender el actual sistema monetario «triangular» en el que el pago implica necesariamente un comprador, un vendedor y una tercera parte (un banco) que registre la transacción (Graziani, 1989, p. 3)[38] y sustituirlo por uno a dos bandas donde un protocolo informático registra la transacción, y hace imposibles las transacciones falsas o robos de la moneda acumulada. No obstante, este protocolo informático es caro de mantener en términos de tiempo y de consumo de energía, y es muy lento. Además, el valor del bitcóin es demasiado inestable como para funcionar como sustituto del dinero corriente. La tecnología llamada «cadena de bloques», cuya dificultad de cálculo proporciona a las monedas virtuales su alternativa a los medios de protección contra el fraude de los bancos, podría revolucionar la contabilidad de las empresas, pero las monedas virtuales tienen aún mucho camino que recorrer para que sean una alternativa viable al dinero bancario.

No creo que ninguno de estos sistemas pueda alcanzar el nivel necesario para compensar los fallos de nuestro sistema monetario basado en la banca privada, por no hablar de que puedan sustituir a los bancos por completo. Pero mientras el mundo sufre las consecuencias de una crisis financiera causada tanto por la misma naturaleza del dinero basado en la deuda como por la gestión inepta de los economistas ortodoxos, se necesitan alternativas que permitan una mayor actividad económica. Estos sistemas monetarios paralelos se aprovecharán de la próxima crisis económica, y proporcionarán algún alivio a aquellas víctimas de la crisis que se encuentren con mercancías o activos inmóviles. Si alguno de ellos tiene éxito a gran escala, ese ejemplo práctico podría al final hacer más para forzar una reforma del sistema bancario que cualquier argumento intelectual.

De manera que, por contestar a la pregunta que plantea este libro, la respuesta es no, no podemos evitar crisis financieras en los futuros zombis, porque los prerrequisitos económicos de una deuda privada excesiva y una demanda demasiado basada en el crédito ya están presentes. Tampoco podemos evitar el estancamiento económico de los muertos vivientes de la deuda, en tanto ignoremos su causa principal, la deuda privada.

Podríamos reducir enormemente el impacto de estas crisis si los líderes políticos y sus consejeros económicos comprendiesen que su causa son las burbujas de deuda, y podríamos salir del estancamiento si estuviesen dispuestos a usar la capacidad del Estado de crear dinero para reducir la excesiva deuda privada poscrisis. Pero como no lo están, es inevitable que tengamos nuevos zombis endeudados de aquí a 2020, y el hundimiento de sus demandas basadas en el crédito cortará las alas de lo que queda del comercio mundial. El resultado será un estancamiento a nivel global, no debido a la ausencia de nuevas ideas por parte de científicos e ingenieros, como afirman los defensores de la noción de «estancamiento secular», sino más bien porque los economistas ortodoxos se han obcecado con sus ideas ilusorias sobre la naturaleza del capitalismo, incluso aunque el mundo real ha demostrado, una y otra vez, que se equivocan.

■

[32] Véase www.debtdeflation.com/blogs/manifesto.

[33] Por sus siglas en inglés, Property-Income-Limited-Leverage. (N. del T.).

[34] Por sus siglas en inglés, Modern Monetary Theory. (N. del T.).

[35] Véase https://dineropositivo.es y www.monetary.org.

[36] Véase www.bartercard.com.au.

[37] Véase www.iex.global.com. Yo soy asesor de IEX.

[38] Las transacciones en metálico todavía implican teóricamente

una tercera parte: el Gobierno cuyo Banco Central emite los billetes.

# Bibliografía


Anderson, P. W., «More is Different», en Science, 177, 1972, pp. 393-396.

Barro, R. J., «The Ricardian Approach to Budget Deficits», Journal of Economic Perspectives, 3, 1989, pp. 37-54.

—, «Ricardo and Budget Deficits», en Capie, F. y Wood, G. E. (eds.), Monetary Economics in the 1990s: The Henry Thornton Lectures, numbers 9–17, Nueva York: St. Martin's Press, 1996.

Bernanke, B. S., Essays on the Great Depression, Princeton: Princeton University Press, 2000.

—, Panel Discussion: What Have We Learned Since October 1979? Conference on Reflections on Monetary Policy 25 Years after October 1979, San Luis (Misuri): Federal Reserve Bank of St. Louis, 2004.

Bezemer, D. J., 'No One Saw This Coming': Understanding Financial Crisis Through Accounting Models, Groninga (Holanda): Facultad de Economía, Universidad de Groninga, 2009.

—, «Understanding Financial Crisis Through Accounting Models», Accounting, Organizations and Society, 35, 2010, pp. 676-688.

—, Causes of Financial Instability: Don't Forget Finance, Levy Economics Institute, Economics Working Paper Archive, 2011a.

—, «The Credit Crisis and Recession as a Paradigm Test», Journal of Economic Issues, 45, 2011b, pp. 1-18.

Blanchard, O., Do DSGE Models Have a Future?, Peterson Institute for International Economics, en https://piie.com/publications/policy-briefs/do-dsge-models-have-future, 2016.

Blanchard, O., G. Dell'Ariccia y P. Mauro, «Rethinking Macroeconomic Policy», Journal of Money, Credit, and Banking, 42, 2010, pp. 199-215.

Blatt, J. M., Dynamic Economic Systems: A Post-Keynesian Approach, Armonk (Nueva York): M. E. Sharpe, 1983.

Cole, H. L. y L. E. Ohanian, «New Deal Policies and the Persistence of the Great Depression: A General Equilibrium Analysis», Journal of Political Economy, 112, 2004, pp. 779-816.

Copeland, M. A., A Study of Moneyflows in the United States, Nueva York: NBER, 1951.

Cotis, J.-P., «Editorial: Achieving Further Rebalancing», en OECD (ed.), OECD Economic Outlook, París: OECD, 2007.

Eggertsson, G. B. y P. Krugman, «Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo approach», Quarterly Journal of Economics, 127, 2012, pp. 1469-1513.

Fama, E. F. y K. R. French, «The Corporate Cost of Capital and the Return on Corporate Investment», Journal of Finance, 54, 1999a, pp. 1939-1967.

—, «Dividends, Debt, Investment, and Earnings», Working Papers, Universidad de Chicago, 1999b.

—, «Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt», Review of Financial Studies, 15, 2002, pp. 1-33.

Fisher, I., «The Debt-Deflation Theory of Great Depressions», Econometrica, 1, 1933, pp. 337-357.

FOMC, FOMC Transcript, Nueva York: Federal Reserve Open Monetary Committee, 2007.

Godley, W., «The Developing Recession in the United States», Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, 54, 2001, pp. 417-425.

Godley, W. y A. Izurieta, «The Case for a Severe Recession»,

Challenge, 45, 2002, pp. 27-51.

—, «The US Economy: Weaknesses of the 'Strong' Recovery», Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, 57, 2004, pp. 131-139.

Godley, W. et al., «Strategic Prospects and Policies for the US Economy», en Gray, H. P. y J. R. Dilyard (eds.), Globalization and Economic and Financial Instability, Cheltenham: Elgar, 2005.

Godley, W. y G. McCarthy, «Fiscal Policy Will Matter», Challenge, 41, 1998, pp. 38-54.

Godley, W. y L. R. Wray, «Is Goldilocks Doomed?», Journal of Economic Issues, 34, 2000, pp. 201-206.

Goldenfeld, N. y L. P. Kadanoff, «Simple Lessons from Complexity», Science, 284, 1999, pp. 87-89.

Goodwin, R. M., «A Growth Cycle», en Feinstein, C. H. (ed.), Socialism, Capitalism and Economic Growth, Cambridge: Cambridge University Press, 1967.

Gorman, W. M., «Community Preference Fields», Econometrica, 21, 1953, pp. 63-80.

Graeber, D., Debt: The First 5,000 Years, Nueva York: Melville House, 2011 [trad. cast.: En deuda, Barcelona: Ariel, 2014].

Grasselli, M. y B. Costa Lima, «An Analysis of the Keen Model for Credit Expansion, Asset Price Bubbles and Financial Fragility», Mathematics and Financial Economics, 6, 2012, pp. 191-210.

Grattan, M., «Treasury's Unleashed Rock Star», Sydney Morning Herald, Sydney (Estados Unidos), 14 de mayo de 2010.

Graziani, A., «The Theory of the Monetary Circuit», Thames Papers in Political Economy, primavera de 1989, pp. 1-26.

Greenspan, A., Testimony of Chairman Alan Greenspan: The Economic Outlook, Washington D. C.: Joint Economic Committee, US Congress, 2005.

Hansen, A. H., «Capital Goods and the Restoration of Purchasing Power», Proceedings of the Academy of Political Science, 16, 1934, pp. 11-19.

—, «Economic Progress and Declining Population Growth», American Economic Review, 29, 1939, pp. 1-15.

Hicks, J. R., «Mr. Keynes and the 'Classics': A Suggested Interpretation», Econometrica, 5, 1937, pp. 147-159.

—, «IS-LM: An Explanation», Journal of Post Keynesian Economics, 3, 1981, pp. 139-154.

Hills, S., R. Thomas y N. Dimsdale, «The UK Recession in Context – What Do Three Centuries of Data Tell Us?», Bank of England Quarterly Bulletin, Q4, 2010, pp. 277-291.

Hudson, M., «Why the "Miracle of Compound Interest" Leads to Financial Crises», Ensayos de Economía, 19, 2009, pp. 15-33.

Keen, S., «Comment on Feldman's Structural Model of Economic Growth», en Groenewegen, P. y B. McFarlane (eds.), Socialist Thought in the Post Cold War Era, Manila: Journal of Contemporary Asia Publishers, 1995a.

—, «Finance and Economic Breakdown: Modeling Minsky's "Financial Instability Hypothesis"», Journal of Post Keynesian Economics, 17, 1995b, pp. 607-635.

—, «Expert Opinion», Permanent Mortgages vs Cooks, Sídney: Legal Aid NSW, 2005.

—, «Debtwatch May 2007: Booming on Borrowed Money», en http://www.debtdeflation.com/blogs/2007/04/30/debtwatch-may-2005-booming-on-borrowed-money, 2007.

—, Debunking Economics: The Naked Emperor Dethroned?, Londres: Zed Books, 2011 [trad. cast.: La economía desenmascarada, Madrid: Capitán Swing, 2015].

—, «Secular Stagnation and Endogenous Money», Real World Economics Review, 66, 2014, pp. 2-11.

Keynes, J. M., The General Theory of Employment, Interest and Money, Londres: Macmillan, 1936 [trad. cast.: Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, Fondo de Cultura Económica, 2010].

—, «The General Theory of Employment», Quarterly Journal of Economics, 51, 1937, pp. 209-223.

Kindleberger, C. P., Manias, Panics, and Crashes, Nueva York: Basic Books, 1978 [trad. cast.: Manías, pánicos y cracs, Barcelona: Ariel, 2012].

King, M., The End of Alchemy, Londres: Little Brown, 2016 [trad. cast.: El fin de la alquimia, Barcelona: Deusto, 2016].

Kirman, A., «The Intrinsic Limits of Modern Economic Theory: The Emperor Has No Clothes», Economic Journal, 99, 1989, pp. 126-139.

Kocherlakota, N., «Toy Models», en https://docs. google.com/viewer?a=v&pid=sites&srcid=ZGVmYXVsdGRvbWFpbnxrb2NoZXJsYWtvdGEwM6MTAyZmIzODcxNGZiOGY4Yg, 2016.

Koo, R., The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession, Singapur: Wiley, 2009.

Kornai, J., «Resource-Constrained versus Demand-Constrained Systems», Econometrica, 47, 1979, pp. 801-819.

Krugman, P., End this Depression Now!, Nueva York: W. W. Norton, 2012a [trad. cast.: ¡Acabad ya con esta crisis!, Barcelona: Crítica, 2012].

—, «Oh My, Steve Keen Edition», The Conscience of a Liberal, en http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/04/02/oh-my-steve-keen-edition, 2012b.

—, «Banking Mysticism», The Conscience of a Liberal, en http://krugman. blogs.nytimes. com/2012/03/27/banking-mysticism, 2012c.

—, «Abenomics and Interest Rates: A Finger Exercise (Wonkish)», The Conscience of a Liberal, en http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/06/10/abenomics-and-interest-rates-a-finger-exercise-wonkish, 2013.

Kumhof, M. y Z. Jakab, Banks Are Not Intermediaries of Loanable Funds – and Why This Matters, documento de trabajo, Londres: Bank of England, 2015.

Lorenz, E. N., «Deterministic Nonperiodic Flow», Journal of the Atmospheric Sciences, 20, 1963, pp. 130-141.

Lucas, R. E. (hijo), «Econometric Testing of the Natural Rate Hypothesis», en Eckstein, O. (ed.), The Econometrics of Price Determination Conference, October 30–31, 1970, Washington D. C.: Board of Governors of the Federal Reserve System and Social Science Research Council, 1972.

—, «Econometric Policy Evaluation: A Critique», Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1, 1976, pp. 19-46.

—, «Macroeconomic Priorities», American Economic Review, 93, 2003, pp. 1-14.

McLeay, M., A. Radia y R. Thomas, «Money Creation in the Modern Economy», Bank of England Quarterly Bulletin, Q1, 2014, pp. 14-27.

Mian, A. y A. Sufi, House of Debt, Chicago: University of Chicago Press, 2015 [trad. cast.: La casa de la deuda, Barcelona: RBA, 2015].

Minsky, H. P., «Private Sector Asset Management and the Effectiveness of Monetary Policy: Theory and Practice», Journal of Finance, 24, 1969, pp. 223-238.

—, «Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster», en Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism, Washington D. C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, 1972.

—, «A Theory of Systematic Fragility», en Altman, E. I. y A. W.

Sametz (eds.), Financial Crises, Nueva York: Wiley-Interscience, 1977a.

—, «The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to “Standard” Theory», Nebraska Journal of Economics and Business, 16, 1977b, pp. 5-16.

—, «The Financial Instability Hypothesis: A Restatement», Thames Papers in Political Economy, otoño de 1978.

—, Can ‘It’ Happen Again? Essays on Instability and Finance, Armonk (Nueva York): M. E. Sharpe, 1982.

—, Stabilizing an Unstable Economy, New Haven: Yale University Press, 1986 [trad. cast.: Estabilizando una economía inestable, Barcelona: Profit, 2020].

Nicolis, G. e I. Prigogine, «Fluctuations in Non-equilibrium Systems», Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America, 68, 1971, pp. 2102-2117.

Obama, B., «Obama’s Remarks on the Economy», New York Times, 14 de abril de 2009.

O’Brien, Y.-Y. J. C., «Reserve Requirement Systems in OECD Countries», SSRN eLibrary, 2007.

Ostry, J. D., P. Loungani y D. Furceri, «Neoliberalism: Oversold?», Finance & Development, 53, 2016, pp. 38-41.

Partido Conservador, The Conservative Party Manifesto 2015, en https://www.conservatives.com/manifesto, 2015.

Partido Laborista, Manifesto: Britain Can Be Better, en http://www.labour.org.uk/manifesto, 2015.

Paulson, H. M., On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System, Nueva York: Business Plus, 2010.

Pink, B., «Housing Occupancy and Costs», en Statistics, Canberra: Australian Bureau of Statistics, 2009.

Prescott, E. C., «Some Observations on the Great Depression», Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 23, 1999, pp. 25-31.

Ramos-Martin, J., «Empiricism in Ecological Economics: A Perspective From Complex Systems Theory», Ecological Economics, 46, 2003, pp. 387-398.

Romer, P., «The Trouble with Macroeconomics», en https://paulromer.net/wp-content/uploads/2016/09/WP-Trouble.pdf, 2016.

Samuelson, P. A., «Social Indifference Curves», Quarterly Journal of Economics, 70, 1956, pp. 1-22.

—, «A Summing Up», Quarterly Journal of Economics, vol. 80, n.º 4, 1966, pp. 568-583.

Sargent, T. J. y N. Wallace, «Rational Expectations and the Theory of Economic Policy», Journal of Monetary Economics, 2, 1976, pp. 169-183.

Schularick, M. y A. M. Taylor, «Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008», American Economic Review, vol. 102, n.º 2, 2012, pp. 1029-1061.

Schumpeter, J., «The Instability of Capitalism», Economic Journal, 38, 1928, pp. 361-386.

—, The Theory of Economic Development: An Inquiry Into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle, Cambridge (Massachusetts): Harvard University Press, 1934.

Shafer, W. y H. Sonnenschein, «Market Demand and Excess Demand Functions», en Arrow, K. J. y M. D. Intriligator (eds.), Handbook of Mathematical Economics, Amsterdam: Elsevier, 1993.

Smets, F. y R. Wouters, «Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach», American Economic Review, 97, 2007, pp. 586-606.

Sonnenschein, H., «Market Excess Demand Functions»,

Econometrica, 40, 1972, pp. 549-563.

Sraffa, P., Production of Commodities by Means of Commodities: Prelude to a Critique of Economic Theory, Cambridge: Cambridge University Press, 1960.

Stevens, G., «The State of Things», Reserve Bank of Australia Bulletin, trimestre de marzo de 2011, pp. 61-66.

Stock, J. H. y M. W. Watson, Has the Business Cycle Changed and Why?, NBER Working Papers, NBER, 2002.

Summers, L., «Reflections on the "New Secular Stagnation Hypothesis"», en Teulings, C. y R. Baldwin (eds.), Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures, Londres: Centre for Economic Policy Research, 2014.

Tremaine, S., «Is the Solar System Stable?», en https://www.ias.edu/about/publications/ias-letter/articles/2011-summer/solar-system-tremaine, 2011.

Turner, A., Between Debt and the Devil, Princeton: Princeton University Press, 2016.

Vague, R., The Next Economic Disaster: Why It's Coming and How to Avoid It, Filadelfia: University of Pennsylvania Press, 2014.

Varian, H. R., Microeconomic Analysis, Nueva York: W. W. Norton, 1984.

—, Microeconomic Analysis, Nueva York: W. W. Norton, 1992 [trad. cast.: Análisis microeconómico, 3.ª ed., Barcelona: Antoni Bosch, 1993].

Wolf, M., The Shifts and the Shocks, Londres: Penguin, 2014 [trad. cast.: La gran crisis. Cambios y consecuencias, Barcelona: Deusto, 2015].

Wray, L. R., «Functional Finance and US Government Budget Surpluses in the New Millennium», en Nell, E. J. y M. Forstater (eds.), Reinventing Functional Finance: Transformational Growth and Full Employment, Cheltenham y Northampton (Massachusetts):

Elgar, 2003.

# Índice

Portada

¿Podemos evitar otra crisis financiera?

Agradecimientos

Prólogo a la edición española

Lista de tablas y figuras

01. Del triunfalismo a la crisis en la ciencia económica

02. La microeconomía, la macroeconomía y la complejidad

03. La calma y la tormenta

04. La pista decisiva: el crédito

05. La economía política de la deuda privada

06. La conclusión de un cínico

Bibliografía

Sobre este libro

Sobre Steve Keen

Créditos

# ¿Podemos evitar otra crisis financiera

La gran crisis financiera tuvo efectos catastróficos en la economía global y tomó completamente por sorpresa a los economistas

convencionales. Muchos comentaristas destacados declararon poco antes de la crisis que se había encontrado la receta mágica para la estabilidad eterna. Menos de un año después, se produjo la mayor crisis económica desde que estalló la Gran Depresión. En este libro explosivo, Steve Keen, uno de los pocos economistas que anticipó el colapso, muestra por qué los autodeclarados expertos estaban equivocados y cómo los niveles cada vez mayores de deuda privada hacen que otra crisis financiera sea casi inevitable a menos que los políticos aborden la dinámica real que causa inestabilidad financiera. También identifica las economías que se han convertido en «Los muertos vivientes de la deuda» y las que están a continuación, incluidas Australia, Bélgica, China, Canadá y Corea del Sur.

**Steve Keen. Es profesor de economía y finanzas en la University of Western Sydney, Australia. De formación keynesiano-marxista, ha trabajado en los últimos años en modelar matemáticamente las premonitorias intuiciones de Hyman Minsky sobre la dinámica del capitalismo financiero actual. Predijo la crisis financiera en diciembre de 2005, y ya en 1995 había advertido de que un periodo de aparente estabilidad podía no ser más que «la calma que precede a la tormenta». Su papel destacado como miembro de una pequeña minoría de economistas que previeron la crisis y advirtieron de su inminencia fue reconocido**

Título original: Can We Avoid Another Financial Crisis? (2018)

© Del libro: Steve Keen

© De la traducción: Francisco Herreros

Edición en ebook: marzo de 2021

© Capitán Swing Libros, S. L.

c/ Rafael Finat 58, 2º 4 - 28044 Madrid

Tlf: (+34) 630 022 531

28044 Madrid (España)

contacto@capitanswing.com

www.capitanswing.com

ISBN: 978-84-122818-1-1

Diseño de colección: Filo Estudio - www.filoestudio.com

Corrección ortotipográfica: Victoria Parra Ortiz

Composición digital: leerendigital.com

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos,

www.cedro.org) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.